OS FUNDOS DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS (FIDC)

2ª Edição

DANIELA MARIN PIRES

ALMEDINA

Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC)

2015 • 2ª Edição

Daniela Marin Pires

ALMEDINA

OS FUNDOS DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS (FIDC)

© Almedina, 2015

AUTORA: Daniela Marin Pires
DIAGRAMAÇÃO: Almedina
DESIGN DE CAPA: FBA
ISBN: 978-85-8493-106-4

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)
(Câmara Brasileira do Livro, SP, Brasil)

Pires, Daniela Marin
Os fundos de investimentos em direitos
creditórios (FIDC) / Daniela Marin Pires. -2. ed. --
São Paulo : Almedina, 2015.
ISBN 978-85-8493-106-4
1. Fundos de investimentos 2. Imposto sobre operações financeiras I. Título.
15-09733 CDD-657.48

Índices para catálogo sistemático:
1. Fundos de investimentos : Direitos creditórios 657.48

Este livro segue as regras do novo Acordo Ortográfico da Língua Portuguesa (1990).

Todos os direitos reservados. Nenhuma parte deste livro, protegido por copyright, pode ser reproduzida, armazenada ou transmitida de alguma forma ou por algum meio, seja eletrônico ou mecânico, inclusive fotocópia, gravação ou qualquer sistema de armazenagem de informações, sem a permissão expressa e por escrito da editora.

Novembro, 2015

EDITORA: Almedina Brasil
Rua José Maria Lisboa, 860, Conj.131 e 132, CEP: 01423-001 São Paulo | Brasil
editora@almedina.com.br
www.almedina.com.br

“Você não consegue escapar da responsabilidade de amanhã esquivando-se dela hoje.”

ABRAHAM LINCOLN

Aos meus pais, Maria Cristina Marin Pires e Domingos Antônio Pires,
que sempre me incentivaram e contribuíram para meus estudos
e meu desenvolvimento pessoal, religioso e intelectual,
e me ensinaram a cultivar os grandes valores desta vida,
pelo imensurável amor existente entre nós.

AGRADECIMENTOS

Ao professor Cristiano da Cruz Leite, pelas valiosas orientações durante o processo de construção deste trabalho.

A todos os colegas de trabalho que me auxiliaram na elaboração deste estudo, sobretudo ao Marcelo Leitão e à Mara Limonge, que colaboraram de forma significativa, me auxiliando e me direcionando nas pesquisas realizadas.

Ao Paulo Roberto Piccina Amora, pelo companheirismo e incentivo na divulgação deste estudo.

Por fim, a todos aqueles que de alguma forma contribuíram para a conclusão desta pesquisa.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO

CAPÍTULO 1 – SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS

1.1. História da Securitização

1.2. Conceito, Principais Aspectos, Características, Vantagens e Desvantagens

1.3. Partes Envolvidas na Securitização

1.3.1. Sociedade de Propósito Específico (SPE): Sociedade, *Trust* e Fundo de Investimento

1.3.2. Agente Fiduciário

1.3.3. *Underwriter*

1.3.4 Auditoria Jurídica

1.3.5 Agências de *Rating*

1.3.6 Emissão dos Títulos

CAPÍTULO 2 – INTRODUÇÃO SOBRE FUNDOS DE INVESTIMENTO

2.1. História

2.2. Principais Características dos Fundos de Investimento Brasileiros

2.2.1. Figuras que Compõem o Fundo de Investimento

2.2.1.1. Administrador

2.2.1.2. Cotista

2.2.1.3. Custodiante

2.2.1.4. Distribuidor

2.2.1.5. Agência de Classificação de Risco (*Rating*)

2.3. Política da *Chinese Wall* nos Fundos de Investimento

CAPÍTULO 3 – FUNDOS DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS

3.1. Principais Aspectos e Características

3.1.1. Introdução e Conceito

3.1.2. Vantagens

3.1.3. Desvantagens

3.1.4. Cotas e suas Espécies

3.1.5. Assembleia Geral de Condôminos

3.1.6. Riscos Envolvidos nos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios

3.2. Composição da Carteira dos FIDCs

3.3. Fundo Aberto e Fundo Fechado

3.4. Participantes da Operação – Principais Obrigações com as Alterações Trazidas pela Instrução CVM nº 531/2013

3.4.1. Estruturador

3.4.2. Escritório de Advocacia

3.4.3. Administrador da Carteira

3.4.3.1. Administrador *Versus* Gestor do Fundo

3.4.3.2. Consultor Especializado

3.4.4. Custodiante

3.4.5. Agência de Classificação de Risco (Agência de *Rating*)

3.4.6. Auditor Independente

3.5. FIDCS Padronizados e Não Padronizados

3.6. Papel da CVM e Registro dos FIDCs

3.6.1. Competência Regulamentar

3.6.2. Competência Registrária

3.6.3. Competência Consultiva

3.6.4. Competência Disciplinar

3.7. Principais Documentos Necessários para Constituição e Oferta das Cotas

3.7.1. Regulamento

3.7.2. Prospecto

3.7.3. Contrato de Cessão de Direitos Creditórios

3.7.4. Contrato de Colocação e Distribuição das Cotas Seniores do Fundo

3.8. Considerações Econômicas *Versus* FIDCs

3.9. Aspectos Contábeis Relevantes

3.10. Cessão de Créditos

CAPÍTULO 4 – RESPONSABILIDADE DO COORDENADOR NA OPERAÇÃO DE FIDC

4.1. Descrição das Etapas em que Há o Auxílio do Coordenador de uma Emissão de Cotas de FIDC

4.2. Tipos de Garantias Prestadas pelo Coordenador

4.3. Consórcio dos Coordenadores

4.3.1. Obrigação do Coordenador no FIDC

4.4. Obrigações do Coordenador Perante a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima)

4.5. Responsabilidade dos Coordenadores Perante a Empresa Originadora

4.6. Responsabilidade dos Coordenadores Perante os Investidores

4.7. Espécie de Responsabilização Civil

4.8. Jurisprudência Sobre a Responsabilidade do Coordenador nas Ofertas Públicas de Valores Mobiliários

4.8.1. Processo Administrativo Cobrasma

4.8.2. Processo Administrativo CVM Braskem S.A.

4.8.3. Jurisprudência Envolvendo a Responsabilidade do *Underwriter* em Ofertas Públicas Norte-americanas – Partes: Morris Akerman and Susan Akerman v*ersus* Oryx Communications, Inc., Moore & Schley, Cameron & Co.

CONCLUSÃO

REFERÊNCIAS

ANEXO A

ANEXO B

INTRODUÇÃO

No contexto de um cenário de efetivo crescimento do mercado de capitais brasileiro nesta primeira década do século XXI, os fundos de investimentos em direitos creditórios (FIDCs) foram instituídos pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), por meio de Resolução destinada a autorizar a constituição e o funcionamento dos referidos fundos de investimento (Resolução nº 2.907, de 29 de novembro de 2001) e regulamentados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) por intermédio da Instrução CVM nº 356, de 17 de dezembro de 2001, conforme alterada, colaborando de maneira significativa com tal crescimento.

Os FIDCs são utilizados como uma alternativa para as empresas terem acesso ao mercado de capitais, uma vez que, antes de seu advento, esse acesso era privativo às companhias abertas. Ademais, os FIDCs são utilizados como uma alternativa de financiamento às empresas, as quais desejam se financiar em médio e longo prazos e a baixos custos, haja vista que a avaliação de crédito, quando não houver qualquer mecanismo de garantia, coobrigação e/ou de mitigação de risco de crédito dos direitos creditórios oferecidos pelas referidas empresas, conforme será tratado adiante, é realizada sobre os ativos – direitos de crédito –, os quais integram a carteira do fundo, e, por tal motivo, as taxas costumam ser mais vantajosas e atrativas em comparação com aquelas que seriam cobradas das próprias empresas, por instituições financeiras. Em geral, essas instituições concedem crédito a custos mais elevados, pois avaliam o crédito da própria empresa – e de forma mais penosa, na medida em que passam por etapas complexas de políticas de *Know your Client* (conheça seu cliente) e por uma criteriosa avaliação de crédito e de diligência na empresa.

É também pelo motivo salientado no parágrafo anterior que os FIDCs passaram a ser acessíveis para empresas que atuam nos mais diversos segmentos da economia, sejam elas de médio ou grande porte, o que não ocorria anteriormente nas operações de emissão pública de debêntures e *commercial paper* (notas promissórias), por exemplo. Essas emissões, quando ofertadas no âmbito da Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, exigem que a empresa seja uma sociedade anônima bem assim que ela seja registrada como um emissor de valores mobiliários perante a CVM[1], o que gera um custo adicional de manutenção da empresa e do aludido registro perante a CVM em comparação com a sociedade limitada, com exceção das emissões de valores mobiliários com esforços restritos de distribuição, no âmbito da Instrução CVM nº 476/2009, em que as empresas poderão ser constituídas sob a forma de sociedades anônimas (de capital aberto ou fechado) e de sociedades limitadas, dependendo do valor mobiliário a ser emitido[2].

Essa prerrogativa das empresas é essencial para o seu bom desenvolvimento e crescimento, na medida em que elas, por meio do uso da aludida captação de recursos, poderão ampliar suas atividades e implantar novos projetos de investimento, sem aumentar o próprio nível de endividamento nem onerar o balanço – o que vale para algumas modalidades de FIDCs, conforme será tratado adiante, no item 3.9 – Aspectos Contábeis Relevantes. Isso porque no FIDC os recursos entram na empresa, por meio do pagamento, pelo fundo, do preço pago a ela pela cessão dos direitos de crédito ao fundo, propiciando, por conseguinte, o rápido e sólido crescimento do setor empresarial.

Além das vantagens apontadas, os FIDCs mobilizam a poupança popular, por serem considerados um atrativo e rentável investimento em renda fixa para os investidores de grande porte.

Para a compreensão do conceito dos FIDCs, é necessário que previamente se tenha conhecimento da estrutura de uma operação de securitização.

Nesse sentido, uma operação de securitização é aquela em que o originador dos créditos segrega, por meio da cessão de crédito, os direitos de crédito de que é titular a uma sociedade de propósito específico (SPE), denominada securitizadora, que, por sua vez, emitirá valores mobiliários. Esses valores serão adquiridos por investidores e remunerados com o fluxo futuro gerado pelos pagamentos dos referidos direitos de crédito pelos devedores destes.

O FIDC é, portanto, uma espécie de operação de securitização. A única diferença entre a securitização e os FIDCs está, essencialmente, no fato de que, nas operações de securitização, compete à sociedade de propósito específico – sociedade anônima – adquirir os direitos creditórios e emitir os valores mobiliários lastreados nestes, ao passo que nos FIDCs o fundo, que tem natureza jurídica de condomínio, de acordo com o disposto no art. 3º, inc. I, da Instrução CVM nº 356/2001[3] – embora existam controvérsias na doutrina, conforme será abordado neste trabalho –, desempenha o papel da sociedade de propósito específico.

No tocante à estruturação, atuam nos FIDCs vários prestadores de serviços contratados pelo fundo, os quais, além de contribuírem com a boa avaliação do *rating* do fundo, assumem primordiais obrigações para a sua boa estruturação e funcionamento, as quais foram reforçadas e se tornaram mais claras na Instrução CVM nº 531/13, tema esse a ser abordado em capítulo próprio.

Dentre esses prestadores está o banco coordenador, denominado também pelos normativos da CVM como instituição intermediária, ou *underwriter* pelo mercado, definição essa trazida do direito norte-americano.

O coordenador da emissão das cotas de um FIDC desenvolverá papel de suma importância em todas as fases da emissão, desde o estudo da viabilidade da realização da operação, até a efetiva colocação e distribuição de cotas, devendo especialmente garantir a veracidade e consistência das informações prestadas pela empresa originadora dos direitos de crédito ao mercado e à CVM.

O presente estudo tem, assim, como principal escopo analisar todos os aspectos e características do FIDC, em conformidade com os normativos da CVM, abordando de maneira detalhada a real importância representada por esse meio de financiamento para as empresas. E, em especial, tratando de todas as responsabilidades assumidas pelo banco coordenador em uma operação de FIDC, tanto aquelas assumidas de modo corriqueiro no decorrer das etapas da operação quanto na sua responsabilização civil por eventual descumprimento das aludidas obrigações.

Este trabalho está estruturado em quatro capítulos.

• O Capítulo 1 faz um breve estudo a respeito da securitização e seu conceito e estrutura de funcionamento, bem como apresenta uma abordagem do direito comparado.

• O Capítulo 2 discorre sobre o conceito de fundo de investimento, sua história, principais características, bem como trata das instituições atuantes no fundo de investimento e suas principais funções.

• O Capítulo 3 aprofunda a análise da estrutura de financiamento por meio da utilização dos FIDCs, das características dos FIDCs, em conformidade com a Instrução CVM nº 356/2001, das vantagens e desvantagens trazidas pelo FIDC, do papel desempenhado pela CVM nessa espécie de operação, desde a competência normativa até a competência registrária e fiscalizatória, dos documentos que integram uma operação de FIDC. Por fim, o capítulo aborda as funções desempenhadas pelas instituições participantes contratadas para estruturar a aludida operação, dando ênfase às alterações sobre essas instituições trazidas pela Instrução CVM nº 531/2013.

• O Capítulo 4 trata das obrigações assumidas pelo coordenador em todas as etapas que integram a emissão de cotas do FIDC, as espécies de participação do coordenador na operação, quais sejam, garantia firme ou melhores esforços. Em seguida, analisa a responsabilidade do coordenador perante a empresa originadora, bem como perante os investidores, e, por fim, examina a responsabilização civil do *underwriter*, pelo descumprimento de obrigações por ele assumidas, as

quais poderiam acarretar um prejuízo ao investidor que adquirisse as cotas do FIDC.

Por derradeiro, o item Conclusão retoma a análise do tema proposto, destacando e reforçando as principais posições apresentadas ao longo do estudo.

-

[1] Art. 1º da Instrução CVM nº 480, de 7 dezembro de 2009: “A negociação de valores mobiliários em mercados regulamentados, no Brasil, depende de prévio registro do emissor na CVM: [...]
§ 2º O emissor de valores mobiliários deve estar organizado sob a forma de sociedade anônima, exceto quando esta Instrução dispuser de modo diverso”.
Art. 21 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976 – “A Comissão de Valores Mobiliários manterá, além do registro de que trata o Art. 19:
I – o registro para negociação na bolsa;
Il – o registro para negociação no mercado de balcão.
II – o registro para negociação no mercado de balcão, organizado ou não.
§ 1º – Somente os valores mobiliários emitidos por companhia registrada nos termos deste artigo podem ser negociados na bolsa e no mercado de balcão.”

[2] Art. 14 da Instrução CVM nº 476/2009 – “observado o período de vedação à negociação previsto no art. 13, os valores mobiliários ofertados de acordo com esta Instrução poderão ser negociados nos mercados de balcão organizado e não-organizado, mas não em bolsa, sem que o emissor possua o registro de que trata o art. 21 da Lei nº 6.385, de 1976”.
Art. 21 da Lei nº 6.385/1976: “A Comissão de Valores Mobiliários manterá, além do registro de que trata o Art. 19: I – o registro para negociação na bolsa; II – o registro para negociação no mercado de balcão, organizado ou não. § 1º – Somente os valores mobiliários emitidos por companhia registrada nos termos deste artigo podem ser negociados na bolsa e no mercado de balcão.”
Art. 33 da Instrução CVM nº 480/2009 – “Os emissores que emitam exclusivamente notas comerciais e cédula de crédito bancário – CCB, para distribuição ou negociação pública, podem se organizar sob a forma de sociedade anônima ou sociedade limitada”.

[3] Art. 3º da Instrução CVM nº 356: “Os fundos regulados por esta instrução terão as seguintes características:
I – serão constituídos na forma de condomínio aberto ou fechado;
[...]

Capítulo 1

Securitização de Recebíveis

1.1. História da Securitização

As primeiras estruturas de securitização apareceram na Itália, entre os séculos XII e XV, conforme salienta Meir G. Kohn[4], mais especificamente em Gênova, nas comunas italianas. O objetivo era propiciar a essas comunas recursos para financiar as guerras, as colonizações ou a construção de navios de guerra. Para tanto, recebiam recursos de investidores, os quais formavam um sindicato de investidores denominados *compera*; em troca, recebiam ações (*luoghe*), representativas do direito de receber recursos provenientes da arrecadação de tributos criados para os fins dessa transação.

A era moderna da securitização surgiu nos anos 70 do século XX, nos Estados Unidos, no mercado imobiliário, em razão da pouca oferta de capitais, como alternativa de financiamento no setor.

O mercado norte-americano, nessa época, era gerido por agências governamentais autorizadas pelo governo dos Estados Unidos, que tinham por objetivo aumentar a oferta de títulos de renda fixa lastreados em hipotecas residenciais, para o financiamento imobiliário, sendo então emitidos títulos denominados *Mortgage Backed Securities*.

As securitizações envolvendo ativos, que não as hipotecas, eram então denominados *asset-backed securities* (ABS)[5].

Segundo Mauro Mattes e Lucas de Lima Neto[6], as duas primeiras emissões de securitização de ativos que inauguraram a era das *asset-backed securities* – títulos de renda fixa lastreados em um *pool* de recebíveis

vinculados a recebíveis de cartões de crédito, recebíveis de operações de financiamento, entre outros – foram feitas, uma por uma empresa de *leasing* de computadores em 1985[7], e a outra, vinculada a financiamentos de automóveis (*certificates of automobile receivables*).

Até meados da primeira década do século XXI, nos Estados Unidos, os instrumentos de securitização de recebíveis representavam mais de 50% do produto interno bruto (PIB), especialmente em função dos recebíveis imobiliários e de administradoras de cartões de crédito[8], tendo a primeira operação envolvendo recebíveis lastreados em cartão de crédito ocorrido em 1986.

No final de 2011, a securitização de recebíveis imobiliário nos Estados Unidos superou U.S.$ 3,2 trilhões[9].

Steven Schwarcz considera a securitização um dos meios mais importantes de financiamento nesse país[10].

Fernando Schwarz Gaggini[11] relata que, na França, as operações envolvendo securitização de recebíveis (*titrisation*) tiveram início na década de 1980 e são utilizadas pelas instituições financeiras para a melhoria da qualidade de sua carteira de crédito. Ainda de acordo com Gaggini, quem adquire os recebíveis para securitizá-los são fundos de investimento denominados *fonds communs de creances*, que posteriormente emitirão títulos representativos dos valores do fundo.

No Brasil, a securitização surgiu ao final dos anos 80 do século XX, com foco nas operações envolvendo securitização de recebíveis imobiliários.

Uma das principais e pioneiras operações de securitização no Brasil foi a operação da Mesbla, realizada em 1992, mediante a constituição da sociedade de propósito específico (SPE) denominada “Mesbla Trust”, a qual adquiriu os recebíveis decorrentes das vendas realizadas na Mesbla e, por meio da emissão de debêntures, captou recursos de investidores no mercado de capitais brasileiro.

Outras duas operações de securitização pioneiras, realizadas no começo da década de 90 do século XX com empresas brasileiras, foram a da

Embratel, que securitizou o fluxo futuro de créditos de que ela é titular perante a empresa americana AT&T, e a da Varig, que securitizou seus créditos futuros provenientes das vendas de passagens aéreas feitas no exterior e pagas com cartões de crédito[12].

Uinie Caminha[13] aponta algumas diferenças significantes entre o início do desenvolvimento da securitização no Brasil e o ocorrido nos Estados Unidos, conforme descrito a seguir:

> Diferentemente do que aconteceu nos Estados Unidos, a securitização foi introduzida entre nós por agentes privados e o foco foi diferente: o financiamento de projetos como escolas particulares e centros comerciais foi a principal utilização inicial da operação. As emissões de títulos estavam lastreadas em créditos futuros e não em dívidas já existentes.

Em 1997, com a promulgação da Lei nº 9.514, de 20 de novembro desse ano, foi disciplinado, no art. 8º[14], o instituto da securitização de créditos imobiliários.

Entretanto, as operações de securitização no Brasil ganharam força em 2001, com a Resolução nº 2.907, de 29 de novembro daquele ano, do Conselho Monetário Nacional, que autorizou a constituição e o funcionamento de fundos de investimento em direitos creditórios, e com a Instrução da CVM nº 356, de 17 de dezembro do mesmo ano, regulamentando a constituição e o funcionamento de fundos de investimento em direitos creditórios e de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios. Ressalte-se que o custo de constituição dos fundos de recebíveis é menor do que a securitização realizada por meio de uma SPE/ *trust*. Haja vista que, para constituição de uma SPE, precisam ser atendidos todos os requisitos legais preliminares para constituição de uma sociedade, tais como, em se tratando de uma sociedade anônima de capital fechado, a elaboração e o correspondente registro na junta comercial competente do estatuto social, a subscrição, pelo

menos por duas pessoas, de todas as ações em que se divide o capital social fixado no estatuto, a realização, como entrada, de 10%, no mínimo, do preço de emissão das ações subscritas em dinheiro e o depósito, em instituição financeira autorizada pela Comissão de Valores Mobiliários, da parte do capital realizado em dinheiro, além dos custos que serão despendidos para a emissão da oferta pública pela referida SPE. Para constituição de um FIDC, por sua vez, há necessidade da constituição do fundo, mediante o cadastro deste no CNPJ, e seu registro e dos documentos para sua constituição perante a CVM, do protocolo perante a CVM de alguns documentos que instruem a oferta pública das cotas do FIDC (protocolo esse necessário apenas nas emissões de cotas de fundo fechado), os quais já fazem parte da oferta das cotas em si, tais como, mas não se limitando ao inteiro teor do regulamento, duas vias do prospecto, material de divulgação da oferta, designação dos prestadores de serviços contratados para oferta, dentre outros[15].

1.2. Conceito, Principais Aspectos, Características, Vantagens e Desvantagens

Os setores financeiros de empresas, no geral, têm por objetivo a obtenção de financiamentos a baixos custos, bem como o alongamento do prazo destes, a fim de otimizar o custo de capital de terceiro (financiamento).

Os investidores, por sua vez, buscam investir seus recursos em fontes seguras e de qualidade, sempre almejando investimentos que permitam uma relação risco *versus* retorno adequada.

A securitização de recebíveis propicia a aproximação de ambas as partes: a empresa, tomadora de recursos, por viabilizar uma alternativa de financiamento de prazo maior e a custos menores, na medida em que, em regra, o risco de crédito ficará relacionado ao fluxo de recebíveis objeto da securitização, possibilitando, por consequência, uma avaliação do risco de crédito dos recebíveis cedidos e não da empresa cedente, o que possibilita uma avaliação melhor do que a da própria cedente.

Os direitos de crédito de que a empresa cedente é titular, os quais pretende securitizar, podem obter uma boa avaliação de crédito e, por essa razão, a empresa cedente se financiará a um custo menor, comparado ao custo de financiamento, representado por uma operação de empréstimo perante uma instituição financeira, em que a avaliação de crédito é realizada sobre a empresa cedente.

Faz-se oportuno definir securitização. Trata-se de processo por meio do qual os fluxos financeiros ilíquidos (recebíveis de cartões de crédito, duplicatas, contas a receber) são transformados em títulos líquidos negociáveis no mercado de capitais, propiciando a circulação de riquezas.

Pelo processo da securitização, a sociedade que possui um ativo a ser securitizado – sociedade originadora dos recebíveis – e que necessita antecipar a receita futura proveniente desse ativo – cede-os a uma sociedade de propósito específico ou a um fundo criado exclusivamente para essa finalidade, sem que tal sociedade tenha em princípio qualquer passivo que não o valor devido à originadora. Nesse caso, essa sociedade de propósito específico emitirá títulos/valores mobiliários, os quais serão garantidos por ativos segregados do patrimônio da empresa originadora, e que serão vendidos para investidores no âmbito do mercado de capitais. Com os recursos desses investidores, despendidos para aquisição de tais valores mobiliários, a sociedade de propósito específico, o fundo ou o *trust* pagará à originadora, como contraprestação da cessão de créditos, sendo o valor recebido por esta deduzido de um desconto em relação ao valor total dos recebíveis objeto da securitização, uma vez que esses recebíveis têm vencimento futuro.

Apresenta-se, a seguir, fluxograma (Figura 1.1) que ilustra com mais clareza e objetividade cada passo que compõe o processo de securitização.

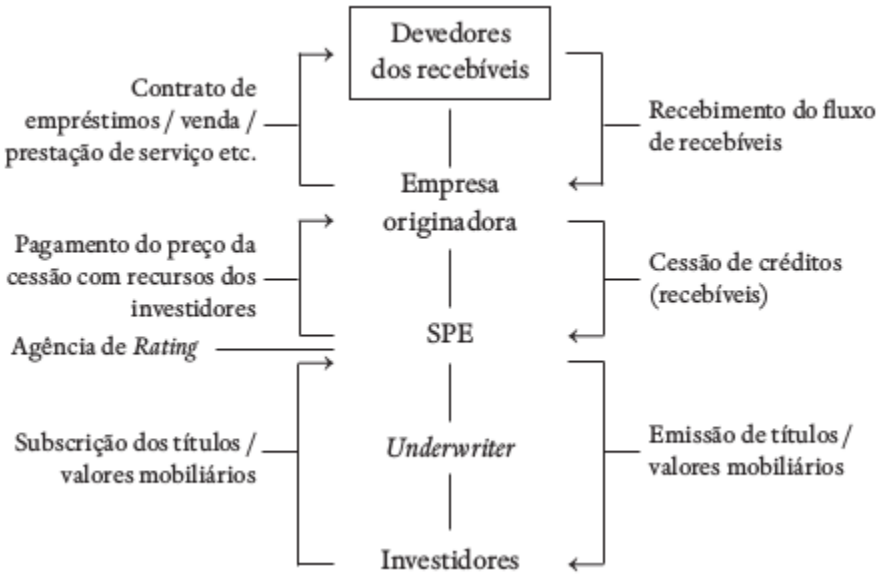

Figura 1.1. – Fluxograma do processo de securitização

Segundo Gaggini[16], o deságio é *conditio sine qua non* para operacionalização da securitização, uma vez que é desse desconto que os titulares dos valores mobiliários obterão seus rendimentos.

Os rendimentos, portanto, serão pagos aos investidores somente à medida que os recebíveis objetos da securitização forem pagos, haja vista que o risco de crédito, em regra, é representado pela inadimplência dos devedores dos recebíveis, motivo pelo qual torna-se interessante e menos arriscado em um processo de securitização dispor de ativos pulverizados.

O risco de crédito na securitização leva em conta o índice de inadimplência histórica da carteira de recebíveis da empresa originadora. Esse risco, no entanto, é de fácil avaliação, na medida em que, conhecendo-se tal índice de inadimplência, pode-se promover uma grande diversificação de créditos contra diferentes devedores.

No Brasil, os títulos e valores mobiliários utilizados para emissão e oferta a investidores, por força da securitização, são cotas de fundos, os certificados de recebíveis imobiliários – CRI e os certificados de recebíveis do agronegócio – CRA.

Tanto no FIDC, o qual representa uma espécie de securitização, quanto na securitização mediante a cessão dos ativos a uma sociedade de propósito específico, os investidores que adquirem as cotas do FIDC e/ou os títulos emitidos pela sociedade securitizadora – sociedade de propósito específico – ficam protegidos contra a falência da cedente/originadora dos direitos de crédito, na medida em que a cessão ao fundo e/ou à SPE, conforme o caso, geralmente é realizada sem direito de regresso, ou seja, é uma cessão *true sale*, salvo quando houver qualquer mecanismo de garantia, coobrigação da cedente, e/ou qualquer mecanismo de mitigação de risco de crédito dos direitos creditórios oferecidos pela cedente/originadora dos direitos de crédito, o que seria interpretado como uma venda definitiva. Por conseguinte, os investidores ficam sujeitos apenas ao risco do ativo consubstanciado nos recebíveis cedidos ao fundo ou à sociedade de propósito específico, conforme o caso.

Essa proteção dos investidores no tocante à falência da sociedade originadora dos créditos no processo de securitização é reconhecida no art. 136[17], § 1º, da Lei nº 11.101, de 9 de fevereiro de 2005, instituto que regula a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência da sociedade empresária, no que tange à ação revocatória. Referido parágrafo determina que a cessão dos direitos de crédito objeto de uma securitização não será considerada ineficaz, caso a ação revocatória visando revogar os atos praticados com a intenção de prejudicar credores da empresa falida seja considerada procedente.

No tocante à expressão *true sale*, Schwarcz[18] assim a define: “A sale that is sufficient under bankruptcy law to remove the receivables from the originator’s bankruptcy estate”[19].

Ainda na linha de raciocínio de que a securitização somente se submete ao risco de crédito dos ativos securitizados, salvo quando houver qualquer mecanismo de garantia, coobrigação da empresa cedente, não se submetendo, portanto, aos riscos de uma empresa operacional, e, por esse motivo, a operação de securitização é mais vantajosa para os investidores, pois haverá menor risco, na medida em que os títulos poderão ter melhor

classificação de risco, e para a empresa cedente, na medida em que haverá menor exigência de taxas por parte dos investidores, salienta Cameron L. Cowan[20]:

> Asset Baked Security – ABS is often designed to carry a higher credit rating than the originating firm would otherwise realize for other types of bonds. Higher credit ratings mean the security is less risky and translates into a lower interest rate for the originator as investor do not demand the same risk premium. The originator passes the saving on to the consumer in the form of lower lending rates.[21]

O *true sale* é o ponto crucial da securitização, uma vez que, ao se realizar a cessão dos recebíveis securitizados sem coobrigação da empresa originadora, os investidores terão direito legal sobre os recebíveis.

Por outra via, é permitido pactuar a coobrigação da empresa originadora dos créditos objeto da securitização, no momento da celebração da cessão de créditos à sociedade de propósito específico e/ou o direito de retrocessão dos créditos não pagos.

A securitização propicia a desintermediação financeira, uma vez que essa operação é realizada no âmbito do mercado de capitais e sem a interferência da instituição financeira, na qualidade de concedente do crédito. Nesse caso, o papel da instituição financeira fica centrado na estruturação da operação, na qualidade de intermediadora/coordenadora da emissão, usualmente conhecida como *underwriter*.

O objetivo da securitização é obter baixos custos no mercado de capitais, por meio da segregação dos recebíveis dos riscos associados ao originador destes. Ademais, como a sociedade de propósito específico não tem quaisquer passivos e possui grau de risco baixo – apenas aqueles atrelados aos recebíveis –, o custo de captação torna-se, em regra, menor.

Caminha[22] entende que o originador pode diluir os riscos de sua carteira de recebíveis e adiantar receitas a ela referentes, pela emissão de títulos lastreados nessa carteira. Por consequência, ainda segundo essa estudiosa, a

função econômica da securitização pode ser resumida em três aspectos: mobilização de riquezas, dispersão de riscos e desintermediação do processo de financiamento.

A securitização permite que empresas de médio porte sem facilidade de acesso ao mercado de capitais, por não serem empresas com *investment grade* ou com um *rating* atrativo, obtenham esse acesso. Isso porque, ao reduzir os custos dessas empresas em consequência da captação de recursos, essa operação se torna acessível e atrativa.

Os recebíveis a serem securitizados deverão ter algumas características peculiares, como, por exemplo, serem homogêneos, ou seja, serem formalizados por instrumentos contratuais padrão e/ou contratos de adesão e estarem sujeitos às mesmas leis e/ou normativos, terem um bom histórico de pagamentos, cujos índices de inadimplência sejam baixos; contarem com um sistema padronizado de cobrança dos créditos, a fim de permitir a análise dos riscos e rendimentos que integrarão a carteira de recebíveis, pelos investidores que adquirirão os títulos/valores mobiliários lastreados nesses recebíveis.

Um dos grandes benefícios indiretos contábeis da securitização, de acordo com Schwarcz[23], é o de que a securitização consiste em um meio de captação *off balance*, haja vista que a securitização é contabilmente considerada uma venda de ativos e não um financiamento, e, por conseguinte, o originador dos recebíveis securitizados não contabiliza a operação como um passivo no seu balanço. Por consequência, essa operação propicia a captação de recursos, sem que haja o aumento do percentual entre o patrimônio e a dívida – *leverage or debt-to-equity ratio* – das demonstrações financeiras do originador.

Assim explica Gaggini[24]:

> Um dos objetivos de uma operação de securitização de recebíveis é permitir que uma empresa, que tenha créditos a receber, possa obter os recursos financeiros de que necessita antecipadamente ao seu

vencimento, sem que isso afete seu limite de crédito junto a credores ou prejudique os índices de endividamento de seu balanço.

Todavia, de acordo com o entendimento de Edward Janger[25], o valor correspondente à securitização pode aumentar para o credor ou para o devedor, em consequência do aumento do risco de insolvência do originador dos créditos perante os credores, em decorrência da cessão dos créditos considerados “bons” a uma sociedade de propósito específico ou a um fundo. Porém, ainda segundo Janger, aludida situação não é agravante para aquele credor que tem a prerrogativa de repactuar as taxas de juros com o originador dos créditos ou até mesmo extinguir o crédito, se o credor entender que o aumento do risco de crédito do originador dos créditos aumentará o risco do investimento. Existem, no entanto, credores, como os empregados, que não têm essa prerrogativa. Com relação à autoridade fiscal e a autores de ações judiciais, essas pessoas não podem ajustar a taxa de juros que cobram, já que não escolheram ter um relacionamento com o originador, serem credoras deste.

O argumento exposto no parágrafo anterior é contestado por Schwarcz[26], cuja opinião é a de que o credor do originador dos créditos tem a mesma quantia de ativo antes e depois da securitização, residindo a única diferença no fato de que a securitização apenas substituiu o tipo de ativo, que antes de sua ocorrência era recebíveis e depois passou a ser representado por dinheiro.

Ademais, alguns autores argumentam que a securitização poderia prejudicar os credores do originador dos créditos securitizados, em face da ocorrência de práticas fraudulentas, cometidas pelo originador, no tocante ao dinheiro por ele recebido por conta da cessão dos recebíveis à sociedade de propósito específico e da dissipação do *cash* na empresa originadora durante o período em que os créditos foram cedidos, até que o originador performe mais serviços e/ou fornecimentos, a fim de que sejam originados mais recebíveis.

Diante do exposto, conclui-se que, em que pesem os argumentos desfavoráveis à securitização, essa apresenta muitos benefícios à empresa originadora dos créditos securitizados, haja vista o benefício financeiro auferido por esta, por ter suas receitas antecipadas e garantidas, mitigando o risco de inadimplência dos créditos cedidos pela empresa originadora, a captação de recursos, em regra, a custos mais competitivos, a não alteração do seu nível de endividamento. Ressaltem-se, ainda, os benefícios aos investidores, os quais integralizarão os valores mobiliários a taxas em geral mais atrativas comparadas às taxas atribuídas considerando o crédito da empresa originadora, e que não correrão o risco de falência da empresa originadora, em face da proteção que lhes foi dada pela lei de falências na operação de securitização[27] e em virtude da realização das cessões de crédito serem normalmente consideradas *true sale*, conforme salientado.

1.3. Partes Envolvidas na Securitização

1.3.1. Sociedade de Propósito Específico (SPE): sociedade, *trust* e *fundo de investimento*

A sociedade de propósito específico (SPE) poderá ser constituída na forma de uma sociedade ou de um fundo, mas, em todos os casos, com o único propósito de adquirir os recebíveis da sociedade originadora e emitir os títulos lastreados nos referidos recebíveis.

De acordo com Cowan[28], em algumas securitizações, a sociedade de propósito específico serve unicamente para coletar os recebíveis, os quais são, em uma fase posterior, transferidos a outra entidade que, por sua vez, emitirá os valores mobiliários.

A sociedade de propósito específico, na forma de sociedade, reveste-se das mesmas características de qualquer sociedade. Consoante definição de Amador Paes de Almeida[29], “Sociedade (originária do latim *societas*) comercial é a união de duas ou mais pessoas destinadas à prática de atos de comércio, com finalidade lucrativa”.

O objeto da sociedade, o qual pode, por lei, ser livremente convencionado entre os seus membros, é única e exclusivamente receber o

ativo lastro utilizado na securitização e emitir títulos/valores mobiliários lastreados no referido ativo, não desempenhando nenhuma outra atividade.

As SPEs constituídas como uma sociedade em geral são criadas sob a forma de sociedade por ações, em decorrência da possibilidade da aludida sociedade emitir e negociar os valores mobiliários por ela emitidos em bolsa, requisito exigido pela Comissão de Valores Mobiliários para que uma empresa realize oferta pública de valores mobiliários[30], com exceção das emissões de valores mobiliários com esforços restritos de distribuição, no âmbito da Instrução CVM nº 476/2009, em que as empresas poderão ser constituídas na forma de sociedades anônimas (de capital aberto e fechado) e de sociedades limitadas, dependendo do valor mobiliário a ser emitido[31].

De acordo com o disposto no parágrafo 1º do art. 1º da Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 2.686, de 26 de janeiro de 2000, a cessão de créditos oriundos de operações realizadas por instituições financeiras deve necessariamente ser realizada com sociedades anônimas que tenham por objeto exclusivo a aquisição dos referidos créditos, a qual deve captar recursos por meio de emissão de ações, de debêntures não conversíveis para distribuição pública, ou no exterior, por meio da emissão de títulos e valores mobiliários.

A sociedade por ações é regida pelas normas contidas na Lei nº 6.404/1976 e tem seu capital social dividido em ações, as quais poderão ser ofertadas publicamente, por meio da abertura do capital da empresa em bolsa de valores. Na ocorrência dessa hipótese, a sociedade anônima será denominada “sociedade aberta”, ao passo que na sociedade anônima “fechada” não é admitida a emissão pública de valores mobiliários, salvo nas emissões públicas realizadas com esforços restritos de distribuição.

No tocante à responsabilidade dos acionistas detentores das ações de uma sociedade anônima, esta é limitada ao valor das ações subscritas e integralizadas, as quais podem ser livremente alienadas/negociadas a terceiros, observando-se sempre eventuais restrições constantes de acordo de acionistas.

Eduardo Salomão Neto[32] adverte que, em geral, a quase totalidade do capital e o controle da sociedade de propósito específico são detidos pelos mesmos controladores da sociedade cedente dos créditos.

Nos países que adotam o sistema anglo-saxão, a figura comumente utilizada nas securitizações é o *trust*, o qual se perfaz pela transferência da propriedade dos bens por uma pessoa, denominada *settlor*, a outra, intitulada *trustee*, a fim de que esta última possa administrá-la, de acordo com as instruções recebidas de um terceiro, o qual atua como beneficiário do negócio. De acordo com o entendimento de Caminha[33], a propriedade dos bens dados em *trust* não é definitiva, mas sim resolúvel, limitada à existência do *trust*, pertencendo a propriedade ao *trustee*; portanto, este goza de atributos da propriedade, como a disposição sobre os bens, limitada à administração da coisa em proveito do beneficiário.

É pertinente salientar que a figura do *trust* não é reconhecida no direito brasileiro.

Os fundos de investimento, em face da sua importância neste estudo, serão tratados em capítulo próprio (Capítulo 2).

1.3.2. Agente Fiduciário

O agente fiduciário é responsável por: (i) supervisionar a liquidação dos títulos da carteira dos recebíveis securitizados; (ii) administrar todo o processo da securitização; (iii) representar os investidores, pleiteando pelos seus direitos; e (iv) reportar, mediante o envio de relatórios, para os investidores o desempenho da carteira de recebíveis, resultado da auditoria etc.

1.3.3. *Underwriter*

Os *underwriters* – em geral bancos de investimentos – servem de intermediários entre o emissor dos valores mobiliários representativos dos ativos securitizados (a sociedade de propósito específico ou o *trust*) e os investidores e são responsáveis pela estruturação da operação de securitização durante toda a fase desta.

Segundo Cowan[34], o *underwriter* consultará o meio de estruturar os *asset-backed securities* (ABS), valores mobiliários americanos representativos dos ativos securitizados e, fundado na percepção das demandas de mercado, recomendará a SPE a emitir diferentes *tranches*, cada qual com a sua característica, a fim de atrair diferentes segmentos de mercado, e, principalmente, assume o risco da compra dos aludidos valores mobiliários e a revenda destes para os investidores.

As funções desempenhadas pelo *underwriter* serão detalhadas em capítulo próprio (Capítulo 4).

1.3.4. Auditoria Jurídica

Como na operação de securitização, os devedores dos recebíveis cedidos às SPEs efetuarão os pagamentos por eles devidos decorrentes dos recebíveis, sendo necessária a análise de crédito, pelas agências de classificação de risco, da solvabilidade dos devedores dos recebíveis, ou seja, é preciso analisar a qualidade dos créditos cedidos do ponto de vista financeiro.

É, ainda, de suma importância que se proceda à análise dos contratos e/ou títulos de crédito que formalizaram o negócio jurídico que deu origem ao recebível objeto da securitização, do ponto de vista jurídico.

Em geral, são, pois, feitas auditorias jurídicas, a fim de que seja analisado se, do ponto de vista jurídico, os documentos que originaram os recebíveis foram corretamente constituídos, representam créditos válidos, existentes e exequíveis, se são passíveis de serem cedidos, e, que, portanto, não haja uma vedação contratual de cessão dos créditos, e se foram formalizados em boa ordem, em consonância com a legislação em vigor.

1.3.5. Agências de *Rating*

Os títulos e valores mobiliários são, em geral, classificados por uma agência de *rating* independente, a qual atribui uma classificação de crédito aos referidos valores mobiliários, servindo essa classificação de “guia” aos investidores e constituindo-se em um dos fatores decisivos para a realização

ou não do investimento. Essa avaliação costuma ser feita por tal agência periodicamente.

De acordo com os ensinamentos de Gaggini[35]:

> O *rating* é uma atividade de classificação de risco de crédito, por meio da qual uma empresa independente especializa-se em analisar empresas, governos, Fundos, entre outras entidades que ofereçam títulos publicamente, de modo a oferecer uma opinião quanto à segurança e garantia dos títulos e emissores analisados.

Apesar de a contratação de agência de *rating* não ser obrigatória no Brasil, ressalvado nos fundos de investimento em direitos creditórios, em que é obrigatória a contratação desse tipo de agência, na securitização tal contratação é importante, na medida em que dá segurança ao investidor, no tocante à visão clara do risco de crédito dos ativos lastreados nos títulos a serem por ele adquiridos, abordando a possibilidade de pagamento de juros e principal investidos.

A agência de *rating* contratada é responsável por divulgar o *rating* da empresa securitizadora dos créditos securitizados, enquanto perdurar a operação de securitização.

O *rating* influi diretamente nas taxas de juros exigidas pelos investidores em um título, haja vista que, quanto melhor for o *rating* do emissor/ securitizador, menores serão as taxas de juros, uma vez que o risco será menor, e vice-versa.

A sociedade de propósito específico geralmente recebe um *rating* melhor, comparado ao *rating* da sociedade originadora, em razão de aquela não possuir outras relações que possam aumentar seu risco, estando este limitado apenas ao risco dos pagamentos dos recebíveis securitizados.

1.3.6. Emissão dos Títulos

Os investidores são importantes no processo de securitização, já que eles serão responsáveis por financiar indiretamente o originador dos recebíveis e mobilizar as riquezas, e, por conseguinte, a securitização propiciará a adequação dos títulos/valores mobiliários às necessidades dos investidores.

Segundo Caminha Uinie[36], referido processo de adequação dos títulos às necessidades dos investidores se dá da seguinte maneira: se há mercado para títulos de longo prazo e remuneração prefixada, pode-se lastrear a emissão em determinado tipo de ativo com essas características. Também, de acordo com essa autora, é possível que se transformem certos ativos que têm características diversas a fim de que adquiram o perfil desejado para a operação, mediante a transformação de créditos de curto prazo em créditos de longo prazo, com a substituição desses créditos por outros da mesma natureza, o que se denomina crédito rotativo ou *revolving credits*.

Aplica-se à emissão pública de títulos por sociedade de propósito específico no processo de securitização a Lei nº 6.404/1976, a Lei nº 6.385/1976 e a regulamentação expedida pela Comissão de Valores Mobiliários.

De acordo com a Lei nº 6.385/1976 e com a regulamentação da CVM, deverá haver dois registros para uma emissão pública de valores mobiliários, quais sejam: o registro disciplinado no art. 19[37], denominado registro de emissão, e o registro de que trata o art. 1º da Instrução CVM nº 480[38], intitulado registro do emissor, necessário para que a sociedade seja considerada “aberta” e tenha seus valores mobiliários admitidos à negociação no mercado de capitais. Em 2009, a CVM, mediante a edição da supracitada Instrução CVM nº 480, trouxe uma nova regra quanto ao registro do emissor de valores mobiliários junto à CVM, quais sejam o registro na categoria “A”, o qual autoriza a negociação de quaisquer valores mobiliários do emissor em mercados regulamentados de valores mobiliários, e o registro na categoria “B”, que autoriza a negociação de valores mobiliários do emissor em mercados regulamentados de valores mobiliários, exceto as ações, os certificados de ações e os valores mobiliários que confiram ao titular o direito de adquirir as ações e seus

certificados, salientando-se que os fundos de investimentos, dentre eles o FIDC, não necessitam do aludido registro[39].

Porém, considerando o nível de investidor a que determinada oferta se destina, bem como o elevado conhecimento deste sobre o valor mobiliário ofertado e sobre a empresa emissora, esse fato pode ensejar a dispensa de registro da oferta pública de valores mobiliários perante a CVM, tal como ocorre nas ofertas públicas com esforços restritos de emissão/distribuição, regidas pela Instrução CVM nº 476/2009, a qual dispensa o registro de distribuição perante a CVM, uma vez que as ofertas emitidas ao seu amparo são destinadas apenas a investidores qualificados[40].

Ainda nessa linha de raciocínio, discorre José Eduardo Carneiro Queiroz[41]:

> Ofertas com acesso à informação reduzido alcançam apenas investidores institucionais sofisticados; para um alcance maior em termos de investidores, tem que ser feita a opção pelos registros mais completos e exigentes em termos de disponibilidade de informação. [...] Se considerarmos, por exemplo, os investidores institucionais, é certo que já desenvolveram as especializações necessárias para tomar decisões de investimento com base em sua própria investigação e análise do que está sendo proposto. Dessa forma, procedimentos diferenciados não deveriam trazer qualquer prejuízo a esse tipo de investidor, uma vez que conseguem continuar a tomar suas decisões de forma independente.

Portanto, há investidores que, pelo seu nível hierárquico, sua posição no mercado, ou mesmo em virtude de sua proximidade com a empresa emissora, já detêm o conhecimento de todas as informações referentes à empresa emissora, e, consequentemente, o registro perante a CVM não se justificaria, dada a inexistência de benefício para esses investidores. Ademais, mesmo que eles não tenham total conhecimento sobre os valores mobiliários ofertados ou sobre a companhia emissora, a CVM dispensa o

registro de determinadas ofertas, até mesmo porque esses investidores possuem poder de barganha em face dos emissores dos valores mobiliários e, por esse motivo, conseguem de modo fácil o acesso às informações.

No Brasil, atualmente, os principais valores mobiliários emitidos em processo de securitização são as debêntures, os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs), os Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRAs), as cotas de fundo de investimento imobiliário e as cotas de fundos de investimento em direitos creditórios; essas últimas serão abordadas no Capítulo 3 deste estudo.

Eduardo Fortuna[42] ensina que as debêntures são títulos emitidos por sociedades anônimas não financeiras de capital aberto, com garantia de seu ativo, com ou sem garantia subsidiária da instituição financeira, que lança os referidos títulos no mercado para obter recursos de médio e longo prazos, destinados em geral a financiamento de projetos de investimentos ou alongamento do perfil do passivo. Ainda de acordo com esse autor, as debêntures correspondem a uma forma de financiamento mediante empréstimo em longo prazo.

A emissão de debêntures e as condições são deliberadas em Assembleia Geral Ordinária da companhia emissora[43].

As debêntures são classificadas, no tocante às garantias oferecidas aos investidores, em: (i) debênture com garantia flutuante (em rigor aplicada às debêntures vinculadas a uma securitização, já que a garantia é sobre todo o patrimônio da sociedade de propósito específico); (ii) debênture com garantia real (nos casos de securitização imobiliária); (iii) debêntures subordinadas (estas se aplicam à securitização quando há várias séries compondo uma emissão); (iv) quirografárias; e (vi) flutuantes.

Podem ser classificadas também como (i) simples, as quais rendem juros (renda fixa ou variável), ou (ii) conversíveis (o que significa que o credor pode optar por transformar suas debêntures em ações após determinado prazo da emissão).

Diante do exposto, a respeito da securitização, conclui-se que essa operação é vantajosa pelos motivos expostos sucintamente a seguir, dentre outros: (i) possibilita a captação de recursos em geral a um custo inferior, ao segregar o risco dos ativos securitizados do risco da empresa originadora; (ii) permite a antecipação de créditos vincendos; (iii) diminui o risco falência da empresa originadora por meio da retirada dos ativos do patrimônio desta; (iv) facilita o acesso da empresa em má situação financeira ao mercado de capitais, por ser, em regra, uma operação *off balance*, fato que permite melhora dos índices financeiros e econômicos da empresa originadora; e (v) obtenção de maior retorno para os investidores, uma vez que não existe a intermediação financeira, e, portanto, não haverá o *spread* bancário.

-

[4] KOHN, Meir G. *The capital market before 1600*. Dartmouth College, Department of Economics Working Paper No. 99-06, Feb. 1999. p. 09. Disponível em: <www.dartmouth.edu/-mkohn/Papers/99-06.pdf>. Acesso em: 28 mar. 2012: “The basic institution was pioneered by Genoa. Whenever the commune needed to finance a major expenditure, such as a war or colonization, it formed a syndicate (*compera*) of investors to provide the capital. Each investor contributed 100 lire and received in exchange one share (*luoghe*). To fund the interest and repayment, the commune vested in the *compera* ownership of a tax, usually created for the purpose. The earliest known *compera*, from 1164, had 11 shareholders and was constituted for a period of 11 years. The *compera* is an early example of a financial structure known today as a securitization.”. (Tradução livre para este estudo: “A instituição básica e pioneira foi em Gênova. Sempre que uma comuna precisava financiar despesas de guerra ou de colonização, ela formava um sindicato (*compera*) de investidores que forneciam capital. Cada investidor contribuía com 100 liras [moeda italiana entre 1861 a 2002] e recebia em troca uma ação, representativa do direito de receber a arrecadação de um tributo, criado com esse propósito. O mais conhecido e antigo *compera* foi criado em 1164, era composto por 11 acionistas e teve uma duração de 11 anos”.)

[5] STATEMENT of Cameron L. Cowan Partner, Orrick, Herrington, and Sutcliffe, LLP on behalf of the American Securitization Forum, before the Subcomittee on Housing and Community Opportunity, Subcomittee on Financial Institutions and Consumer Credit, United States House of Representatives, *Hearing on protecting homeowners*: preventing abusive lending while preserving access to credit**,** November 5, 2003. p 03. Disponível em: <http://financialservices.house.gov/media/pdf/110503cc.pdf>. Acesso em: 27 maio 2012.

[6] LIMA NETO, Lucas de (Org.). *Securitização de ativos* – a era da desintermediação financeira. Porto Alegre: Zouk, 2007. p. 13. (Gainvest Publicações).

[7] “The first asset-backed securities (ABS) date to 1985 when the Sperry Lease Finance Corporation created securities backed by its computer equipment leases. Leases, similar to loans, involve predictable cash flows. In the case of Sperry, the cash flow comes from payments made by the lessee. Sperry sold its rights to the lease payments to an special purpose vehicle (SPV). Interest in the SPV were, in turn, sold to investors through an underwriter.” (Tradução livre para este estudo: “A primeira operação de securitização, datada de 1985 quando a Sperry Lease Finance Corporation criou valores mobiliários lastreados nos *leasings* de seus computadores. Leasing, similar a empréstimos, envolve um fluxo de caixa previsível. No caso do Sperry, o fluxo de caixa e originado por pagamentos realizados pelo arrendatário. *Sperry* vendeu os seus direitos de receber os pagamentos do *leasing* a uma sociedade de propósito especifico (SPE). O interesse da SPE, por sua vez, era vender os valores mobiliários por ela emitidos através de um *underwritter*”). (STATEMENT of Cameron L. Cowan Partner, Orrick, Herrington, and Sutcliffe, LLP on behalf of the… Op. cit.)

[8] “Credit card receivables, auto and home-equity loans make up about 60 percent of all ABS. Manufactured housing loans, student loans and equipment leases comprise most of the other ABS”. (Tradução livre para este estudo: “Recebíveis de cartão de crédito, financiamento de veiculo e de imóveis perfazem 60% de todos os ABS. Financiamento de imóveis manufaturados, créditos estudantis e leasing de equipamentos perfazem o remanescente”). (Ibidem.)

[9] Disponível em: <http://www.uqbar.com.br/institucional/emque/securitizacao.jsp>. Acesso em: 14 abr. 2012.

[10] SCHWARCZ, Steven L. The Alchemy of Asset Securitization. The Board of Trustees of the Leland Stanford Junior University Stanford Journal of Law. *Stanford Journal of Law, Business & Finance*, 1994. p. 2: “Not only is asset securitization the most important financing vehicles in the United States, but its use is rapidly expanding worldwide.”. (Tradução livre para este estudo: “Além da securitização ser um dos veículos mais importantes de financiamento nos Estados Unidos, o seu uso tem se espalhado rapidamente no mundo inteiro.”.)

[11] GAGGINI, Fernando Schwarz. *Securitização de recebíveis*. São Paulo: Livraria e Editora Universitária de Direito, 2003. p. 27.

[12] Disponível em: <http://www.uqbar.com.br/institucional/emque/securitizacao.jsp>. Acesso em: 14 abr. 2012.

[13] CAMINHA, Uinie. *Securitização*. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2007. p. 40.

[14] “Art. 8º A securitização de créditos imobiliários é a operação pela qual tais créditos são expressamente vinculados à emissão de uma série de títulos de crédito, mediante Termo de Securitização de Créditos, lavrado por uma companhia securitizadora, do qual constarão os seguintes elementos:
I – a identificação do devedor e o valor nominal de cada crédito que lastreie a emissão, com a individuação do imóvel a que esteja vinculado e a indicação do Cartório de Registro de Imóveis em que esteja registrado e respectiva matrícula, bem como a indicação do ato pelo qual o crédito foi cedido;
II – a identificação dos títulos emitidos;

III – a constituição de outras garantias de resgate dos títulos da série emitida, se for o caso. Parágrafo único. Será permitida a securitização de créditos oriundos da alienação de unidades em edificação sob regime de incorporação nos moldes da Lei nº 4.591, de 16 de dezembro de 1964."

[15] Arts. 8 e 17 da Instrução CVM nº 356 e art. 80 da Lei nº 6.404/1976.

[16] GAGGINI, Fernando Schwarz. *Securitização de recebíveis*, p. 30.

[17] Art. 136 da Lei nº 11.101, de 9 de fevereiro de 2005: "Reconhecida a ineficácia ou julgada procedente a ação revocatória, as partes retornarão ao estado anterior, e o contratante de boa-fé terá direito à restituição dos bens ou valores entregues ao devedor. § 1º Na hipótese de securitização de créditos do devedor, não será declarada a ineficácia ou revogado o ato de cessão em prejuízo dos direitos dos portadores de valores mobiliários emitidos pelo securitizador."

[18] SCHWARCZ, Steven L. *The alchemy of asset securitization*, p. 2.

[19] Tradução livre para este estudo: "Uma venda que é suficiente, de acordo com as leis de falência, para excluir os recebíveis da falência do originador".

[20] COWAN, Cameron L. *On behalf of the American Securitization Forum*. Hearing on Protecting Homeowners: Preventing Abusive Lending While Preserving Access to Credit. Disponível em: <http://financialservices.house.gov/media/pdf>. Acesso em: 29 mar. 2012.

[21] Tradução livre para este estudo: "Asset Baked Security – ABS (valor mobiliário emitido pela securitizadora aos investidores) é comumente designada a ter uma avaliação maior de *rating* do que a empresa originadora teria se emitisse outros tipos de títulos. *Rating* altos significam que o valor mobiliário tem um risco menor, o que implica dizer, menores taxas de juros para o originador, considerando que o investidor não demanda o mesmo risco. O originador repassa essa economia ao consumidor na forma de baixas taxas cobradas em um empréstimo.".

[22] CAMINHA, Uinie. *Securitização*, p. 38.

[23] SCHWARCZ, Steven L. *The alchemy of secured credit*, p. 6.

[24] GAGGINI, Fernando Schwarz. *Securitização de recebíveis*, p. 21.

[25] JANGER, Edward. Muddy rules for securitizations. 7 *Fordham J. Corp. & Fin.* 301 (2002). Disponível em: <http://works.bepress.com/edward_janger/15/p.305>. Acesso em: 30 mar. 2012.

[26] SCHWARCZ, Steven L. *The alchemy of secured credit*, p. 8.

[27] Art. 136 da Lei nº 11.101, de 9 de fevereiro de 2005: "Reconhecida a ineficácia ou julgada procedente a ação revocatória, as partes retornarão ao estado anterior, e o contratante de boa-fé terá direito à restituição dos bens ou valores entregues ao devedor. § 1º Na hipótese de securitização de créditos do devedor, não será declarada a ineficácia ou revogado o ato de cessão em prejuízo dos direitos dos portadores de valores mobiliários emitidos pelo securitizador."

[28] COWAN, Cameron L. *On behalf of the American Securitization Forum*, p. 5.

[29] ALMEIDA, Amador Paes de. *Manual das sociedades comerciais*. 12. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 1999. p. 9.

[30] Art. 4º da Lei nº 6.404/1976: "Para os efeitos desta Lei, a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários. § 1º Somente os valores mobiliários de emissão de companhia registrada na Comissão de Valores Mobiliários podem ser negociados no mercado de valores mobiliários."; e art. 1º da Instrução CVM nº 480, de 7 dezembro de 2009: "A negociação de valores mobiliários em mercados regulamentados, no Brasil, depende de prévio registro do emissor na CVM:
[...]
§ 2º O emissor de valores mobiliários deve estar organizado sob a forma de sociedade anônima, exceto quando esta Instrução dispuser de modo diverso".

[31] Art. 14 da Instrução CVM nº 476 – "observado o período de vedação à negociação previsto no art. 13, os valores mobiliários ofertados de acordo com esta Instrução poderão ser negociados nos mercados de balcão organizado e não-organizado, mas não em bolsa, sem que o emissor possua o registro de que trata o art. 21 da Lei nº 6.385, de 1976".
Art. 21 da Lei nº 6.385/1976: "A Comissão de Valores Mobiliários manterá, além do registro de que trata o Art. 19: I – o registro para negociação na bolsa; II – o registro para negociação no mercado de balcão, organizado ou não. § 1º – Somente os valores mobiliários emitidos por companhia registrada nos termos deste artigo podem ser negociados na bolsa e no mercado de balcão."

[32] SALOMÃO NETO, Eduardo. *Direito bancário*. São Paulo: Atlas, 2005. p. 273.

[33] CAMINHA, Uinie. *Securitização*, p. 102.

[34] COWAN, Cameron L. *On behalf of the American Securitization Forum*, p. 5.

[35] GAGGINI, Fernando Schwarz. *Securitização de recebíveis*, p. 62.

[36] CAMINHA, Uinie. *Securitização*, p. 111.

[37] Art. 19 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976: "Nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão". Art. 4º, § 2º, da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976: "Nenhuma distribuição pública de valores mobiliários será efetivada no mercado sem o prévio registro na Comissão de Valores Mobiliários".

[38] Art. 1º da Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009: "A negociação de valores mobiliários em mercados regulamentados, no Brasil, depende de prévio registro do emissor na CVM".

[39] Art. 2º e Art. 1º, § 3º, da Instrução CVM nº 480/2009.

[40] Art. 3º da Instrução CVM nº 476/2009: “Nas ofertas públicas distribuídas com esforços restritos: I – será permitida a procura de, no máximo, 75 (setenta e cinco) investidores qualificados; e II – os valores mobiliários ofertados deverão ser subscritos ou adquiridos por, no máximo, 50 (cinquenta) investidores qualificados”.

[41] Queiroz, José Eduardo Carneiro. Valor mobiliário, oferta pública e oferta privada: conceitos para o desenvolvimento do mercado de capitais. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais*, São Paulo: Revista dos Tribunais, ano 11, n. 41, p. 126. jul.-set. 2008.

[42] FORTUNA, Eduardo. *Mercado financeiro*: produtos e serviços. 16. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2005. p. 310.

[43] Art. 59, *caput*, da Lei nº 6.404/1976.

Capítulo 2

Introdução sobre Fundos de Investimento

2.1. História

Os fundos de investimento tiveram origem na Inglaterra, no século XIX, mediante a criação do instituto jurídico societário denominado *investment trust*[44].

Ricardo de Santos Freitas[45], ao abordar os fundos de investimento, informa que estes tiveram como fonte de inspiração a sociedade e se basearam no instituto anglo-saxão do *trust*. O *trust*, por sua vez, surgiu na Inglaterra, no período feudal, sendo posteriormente utilizado em operações de investimento designadas *unit trusts*, cuja estrutura societária ficou conhecida como *investment trust*.

Ainda de acordo com Freitas[46], na Inglaterra, as empresas tornaram-se *joint enterprises*, isto é, empresas nas quais se buscava compartilhar os riscos dos negócios e os retornos financeiros, tal como ocorreu na época da constituição do Banco da Inglaterra, em 1694.

Nos Estados Unidos, as companhias de investimento começaram a surgir em massa a partir do século XX, tendo, de 40 *investment trust* em atividade no país em 1921, atingido a casa dos 126 em 1926 e, em 1929, o número chegou a 760, conforme assinala Freitas em estudo já apontado[47].

Com o advento da crise econômica de 1929 nos Estados Unidos, conhecida como “A grande depressão”, os *investment trust* americanos

foram fortemente impactados, pois os investimentos que compunham essa estrutura eram altamente alavancados.

Em 1940, naquele país, foi promulgado o *Investment Company Act*, período em que se restabeleceu o mercado de investimentos norte-americano, sendo certo que a aludida norma trouxe a classificação de três estruturas de investimento, quais sejam, (i) *investment company*, cujo emissor investe na negociação ou aquisição de valores mobiliários (*securities*/certificates); (ii) *management companies*, subdivididas em duas modalidades – sociedades de investimento abertas (*open-end-companies*), que oferecem para negociação ações resgatáveis por elas emitidas, e sociedades de investimento fechadas (*close-end-companies*), que oferecem ações não resgatáveis – e (iii) *unit investment trust*, que emite unidades reembolsáveis (*units*), as quais não dão direito de voto[48].

Já França, Holanda e Bélgica utilizavam-se da forma de sociedade anônima com a finalidade de captar poupança para investimentos.

Freitas[49] discorre sobre o procedimento para a aplicação de recursos de investidores que aderem a um fundo de investimento nos três países citados no parágrafo anterior, conforme transcrito a seguir:

> Os investidores que queriam aderir a um fundo de investimento, concediam a uma instituição profissional designada *gérant* (administrador), poderes de agrupar os recursos e aplicá-los em uma carteira diversificada de valores mobiliários por conta deles, mas em seu próprio nome. Essa carteira é propriedade indivisa dos participantes que confiam sua guarda a uma outra instituição denominada *dépositaire* (custodiante). As cotas representando direito de propriedade indivisa são entregues aos investidores. O custodiante executa as ordens de compra e venda de títulos integrantes da carteira, formalizadas pelo administrador, que, por sua vez, obedece a um *reglement de gestion* (regulamento de gestão). Em alguns casos, o custodiante se obriga a conferir se as ordens que lhe são requisitadas pelo administrador estão em conformidade com o regulamento de gestão aplicável.

No Brasil, inicialmente, os fundos de investimento foram constituídos na forma de sociedade de investimento, criada pelo Decreto-lei nº 7.583, de 25 de maio de 1945, e sociedade em conta de participação, porém, em face das dificuldades enfrentadas para adequar os fundos a essas modalidades organizacionais, os fundos passaram a ser constituídos na forma de condomínio.

A mudança na estrutura de constituição dos fundos deu-se em consequência da publicação da Resolução nº 103, de 10 de dezembro de 1968[50], do Conselho Monetário Nacional, a qual vedou às sociedades de crédito, financiamento e às sociedades em conta de participação a constituição, administração ou gerência de fundos mútuos de financiamento ou fundos de *acceptance*.

Ademais, para se constituir uma sociedade, era obrigatório um capital fixo, além da tributação incidente, que também era alta.

O art. 49 da Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965, estabelece que depende de prévia autorização do Banco Central o funcionamento das sociedades de investimento que tenham por objeto a aplicação de capital em carteira diversificada de títulos ou valores mobiliários ou a administração de fundos em condomínio ou de terceiros, para a referida aplicação.

Em 14 de abril de 1970, foi editada a Resolução nº 145, revogada pela Resolução nº 961, de 12 de setembro de 1984, ambas do Conselho Monetário Nacional, tendo esta última criado o fundo mútuo de investimento, na forma de condomínio, com seus atos constitutivos inscritos no cadastro de contribuintes da Receita Federal, a qual também foi revogada.

Apesar da publicação das Resoluções retrocitadas, foi somente a partir dos anos 90 do século XX, época em que vigorava o Plano Real, com a inflação controlada, que os fundos de investimento ganharam maior força no Brasil.

Segundo adverte Freitas[51], o principal fator que permitiu o sucesso dos fundos de investimento foi a criação dos fundos de *commodities*, além da permissão dada pelo Comunicado conjunto do Banco Central do Brasil e da CVM nº 43, de 11 de março de 1992, para que os investidores estrangeiros pudessem adquirir cotas desses fundos, de acordo com o disposto na Resolução nº 1.289/1987 do Conselho Monetário Nacional, resolução essa revogada pela Resolução nº 4373, de 29 de setembro de 2014.

2.2. Principais Características dos Fundos de Investimento Brasileiros

Os fundos de investimento foram disciplinados inicialmente pela Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965, em especial nos arts. 49 e 50, e, subsequentemente, pela Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Com essas leis, foram atribuídos poderes para legislar sobre a matéria ao Conselho Monetário Nacional, ao Banco Central e à Comissão de Valores Mobiliários.

O Banco Central do Brasil desempenhava também o papel de agente fiscalizador em relação aos fundos administrados pelas sociedades de investimento, bem como de agente emissor das autorizações de funcionamento.

Por força do disposto no primeiro parágrafo desse item, houve a criação concomitante de fundos de investimento pelos três órgãos retromencionados, sendo a constituição de carteira do fundo de investimento o ponto determinante para a atribuição da competência a um órgão em específico.

Em de 31 de outubro de 2001, a Lei nº 10.303[52], por meio do art. 4º, alterou o art. 2ºda Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, com a finalidade de considerar as cotas de fundos de investimento como valores mobiliários e, portanto, sujeitos à competência exclusiva da CVM.

Algum tempo depois, a CVM publicou a Deliberação nº 461, de 22 de julho de 2003, por meio da qual estabeleceu-se que a CVM passaria a regular e fiscalizar os fundos de investimento financeiros, os fundos de aplicação em cotas de fundos de investimento e os fundos de investimento

no exterior, os quais eram regulados pelo Banco Central do Brasil, tendo a CVM recepcionado tais normativos.

Com a Deliberação em comento, ampliou-se o conceito de valores mobiliários atrelados aos fundos de investimento, os quais passaram a abranger as cotas de fundo de investimento e os demais valores mobiliários previstos em lei ou assim definidos pela CVM.

Em 18 de agosto de 2004, a CVM editou a instrução CVM nº 409, que dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento.

De acordo com a aludida instrução, as adaptações às suas regras deveriam ser promovidas pelo administrador e ratificadas pelos cotistas reunidos em assembleia até 31 de março de 2005[53], incluindo os fundos de investimento em renda fixa, os fundos de investimento financeiros e os fundos de aplicação em cotas de fundos de investimento, antes regulados pela Circular Bacen nº 2.616/1995.

Em 17 de dezembro de 2014, foi editada a Instrução CVM nº555, a qual revogou a Instrução CVM nº 409/2004 a partir de 01 de julho de 2015, estabelecendo que a aludida instrução aplica-se a todo e qualquer fundo de investimento registrado junto à CVM, observadas as disposições das normas específicas aplicáveis a estes fundos[54]. Portanto, todos os fundos de investimento que tenham uma regulamentação específica, i.e. os FIDCs, devem observar a Instrução CVM nº555 de forma subsidiária.

O art. 3º da Instrução CVM nº 555/2014 define o fundo de investimento como uma comunhão de recursos, constituída na forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros.

De acordo com essa definição, os investidores, interessados em investir seus recursos e em obter rentabilidade em tal investimento, aportam recursos no fundo, o qual, em contrapartida, emite as cotas representativas dos direitos dos investidores, cabendo à gestão do referido fundo realizar operações com ativos financeiros e valores mobiliários, sempre em

observância à política de exposição discriminada no regulamento do fundo, a fim de que se obtenha o lucro esperado pelos investidores.

Embora haja diversas espécies de fundo, cada qual com suas peculiaridades, sua composição de investimento e suas regras próprias, há determinadas características contempladas na legislação atinente ao fundo de investimento que são similares e aplicáveis a todas as espécies de fundo, as quais serão destacadas a seguir.

O fundo de investimento possui registro no Cadastro Nacional de Pessoa Jurídica e escrituração contábil própria. O regulamento que rege as normas do fundo é registrado em cartório, a fim de que produza efeitos contra terceiros e para o seu regular funcionamento deverá ser previamente registrado na CVM[55].

O regulamento do fundo deverá dispor, obrigatoriamente, sobre os requisitos elencados no art. 44º da Instrução CVM nº 555/2014, dentre os quais se incluem, mas não se limitam, à qualificação do administrador, do gestor e do custodiante do fundo, e respectiva informação sobre o registro de cada um dos referidos prestadores de serviços perante a CVM, a indicação da espécie do fundo (se aberto ou fechado), seu prazo de duração (se determinado ou indeterminado), sua política de investimento, de forma a caracterizar a classe do fundo – fundo de renda fixa, fundo de ações, fundo multimercado ou fundo cambial -, a taxa de administração, a qual deverá ser fixa e expressa em percentual anual do patrimônio líquido do fundo – e de *performance*, a taxa máxima de custódia, também expressa em percentual anual do patrimônio líquido do fundo, condições para a aplicação e resgate das cotas, distribuição de resultados, compreendendo os prazos e condições de pagamento, o público alvo e a descrição dos riscos assumidos pelo fundo.

Houve uma alteração significativa e uma inovação com relação aos documentos de divulgação do fundo aos investidores com a edição da Instrução CVM nº 555/2014, sendo exigidos dois novos documentos, a saber: (i) o formulário de informações complementares, que divulgará os fatores de risco do fundo em ordem de relevância, a relação dos prestadores

de serviços ao fundo, dentre outras informações relevantes, e (ii) a lâmina de informações essenciais, exigida especificamente para fundos abertos não destinados exclusivamente a investidores qualificados, devendo o administrador e o distribuidor assegurar aos potenciais investidores acesso à lâmina antes de seu ingresso ao fundo, e cujo conteúdo observará o modelo constante do Anexo 42 da Instrução CVM nº 555/2014, que contém, dentre outros requisitos, os objetivos do fundo, a política de investimentos, a composição da carteira e o histórico de rentabilidade[56]. Ademais, as principais características constantes do regulamento devem constar de um documento denominado prospecto, divulgado publicamente por meio das instituições responsáveis pela distribuição de cotas ou na página da CVM, na rede mundial de computadores, sendo, todavia tal prospecto dispensado nas ofertas públicas de fundos fechados destinados exclusivamente a investidores qualificados[57].

O fundo é caracterizado de acordo com a sua composição, a qual determinará a liquidez deste, bem como a sua política de investimentos, ou seja, quais ativos e/ou títulos integrarão a carteira do fundo.

Em consonância com a caracterização dos fundos *vis-à-vis* a composição da sua carteira, a CVM classificou os fundos de investimento em fundos de renda fixa, fundo de ações, fundo multimercado e fundo cambial[58].

Eduardo Montenegro Dotta[59] elenca alguns benefícios proporcionados ao investidor, ao aderir a um fundo de investimento:

> Os investidores são levados a aderir à aludida comunhão de recursos, pois, com a soma destes, fica menos oneroso o processo de contratação de administradores e gestores para o fundo. Por outro lado, a comunhão de recursos tende a proporcionar ganhos que o investidor dificilmente obteria se, isoladamente e por conta própria, resolvesse aplicar sua poupança. Ademais, a formação regular de um fundo de investimento gera, para o respectivo administrador, uma extensa lista de obrigações regulamentares, que atreladas à sua especialização tendem a minorar o

> risco que o investidor experimentaria caso se dirigisse separadamente aos mercados financeiro e de capitais.

Em conformidade com o normativo da CVM citado há pouco, a natureza jurídica do fundo de investimento é a de um condomínio[60]. Em que pese o referido normativo, há algumas desconformidades entre a norma que regula o fundo de investimento e as disposições relativas ao condomínio trazidas pelo Código Civil[61].

O fundo de investimento deverá possuir patrimônio segregado ao do administrador, bem como seguir uma metodologia contábil própria[62], diferente das triviais, a qual deverá ser ratificada por auditores independentes registrados pela CVM, e o cotista de um fundo não tem plenos direitos compatíveis com a indivisão do condomínio, assim como o condômino de que trata o Código Civil possui, haja vista não ser titular dos ativos subjacentes que compõem o fundo[63], aspectos esses que não se observam nos artigos do Código Civil brasileiro que dispõem sobre condomínio.

Assim entende Gaggini[64]:

> Existem diversos pontos que contrariam a tese do perfeito condomínio, uma vez que, dentre outros, aos cotistas não é facultado influenciar na administração dos bens constitutivos do patrimônio do fundo, não é permitida a livre utilização dos ativos do fundo, não é possível requerer a dissolução da comunhão e não podem obter a divisão dos bens, direitos estes decorrentes da propriedade e previstos aos condôminos na modalidade de condomínio disciplinada no Código Civil pátrio.

Portanto, não obstante o fundo de investimento caracterizar-se pela propriedade coletiva, para os defensores da teoria que equipara o fundo de investimento a uma propriedade detida em comunhão por uma pluralidade de titulares[65], aspecto semelhante ao condomínio trazido pela legislação

civil, notam-se disparidades entre esses dois institutos jurídicos, em especial pelo fato de ter o cotista única e exclusivamente o direito dos rendimentos atribuídos ao fundo e a faculdade de realizar o resgate das cotas, haja vista que ele não possui o direito de disposição das cotas do fundo, relativamente aos fundos abertos[66], ao passo que o condômino regido pelo Código Civil é titular de todos os atributos inerentes à propriedade (uso, gozo e disposição) em relação à coisa comum[67].

São pelos motivos ora expostos, atrelados à questão da aproximação do conceito de sociedade trazido pelo Código Civil[68] à definição de fundo de investimento dada pelo normativo da CVM nº 555/2014, que alguns doutrinadores aduzem ter o fundo de investimento a natureza jurídica de uma sociedade.

Deve-se notar que o *caput* do art. 983 do Código Civil estabelece que a sociedade empresária deve constituir-se segundo um dos tipos regulados nos arts. 1.039 a 1.092 do Código Civil, e o parágrafo único do referido artigo ressalva as disposições concernentes à sociedade em conta de participação e à cooperativa, bem como as constantes de leis especiais que, para o exercício de certas atividades, imponham a constituição da sociedade segundo determinado tipo.

Assim prescreve Freitas[69]:

> No que diz respeito às diversas espécies de fundos de investimento, podemos constatar que seus respectivos regimes jurídicos estão estabelecidos em normas legais emanadas pela CVM, por atribuição de competência conferida pelo Conselho Monetário Nacional, a tanto autorizado por lei, com fundamento em preceito autorizado insculpido na Constituição Federal. Assim, parece-nos correto considerar que o fundo de investimento é tipo econômico dotado de forma organizativa imposta por lei especial.

Os fundos de investimento foram criados por normativos editados pela CVM, a qual, como se verifica a seguir, é dotada de competência normativa

atribuída pelo Conselho Monetário Nacional. Os requisitos trazidos no conceito de sociedade trazido pelo Código Civil, que é a de contribuir com bens ou serviços para o exercício de atividade econômica e a consequente partilha dos resultados, são, adicionalmente, observados nos fundos de investimento, na medida em que o cotista contribui, em regra, de forma pecuniária no fundo. O referido fundo, por sua vez, na pessoa de seu gestor, desempenhará atividades econômicas com o intuito de proporcionar rendimentos aos cotistas no que se refere aos recursos por ele aportados no fundo.

Conclui-se, pelos motivos expostos, que os fundos de investimento são uma espécie de sociedade, instituídos por leis especiais, quais sejam, as normas editadas pela CVM.

No que tange à negociação das cotas de fundo, pertinente aos fundos abertos, conforme já mencionado, as cotas que o integram não poderão ser objeto de cessão ou transferência, salvo as exceções já abordadas acima. Já no tocante ao fundo fechado, suas cotas podem ser transferidas, mediante o cumprimento das formalidades estabelecidas no regulamento, ou por meio de negociação em mercado organizado em que as cotas do fundo sejam admitidas à negociação[70].

2.2.1. Figuras que Compõem o Fundo de Investimento

2.2.1.1. Administrador

Todas as espécies de fundo de investimento requerem a atuação de um administrador, uma vez que o desempenho das atividades do fundo é confiada a um terceiro, por exigência dos normativos editados pela CVM.

O art. 78 da Instrução CVM nº 555/2014 estabelece que a administração do fundo compreende o conjunto de serviços relacionados direta ou indiretamente ao seu funcionamento e manutenção, que podem ser prestados pelo próprio administrador ou por terceiros por ele contratados, por escrito, em nome do fundo.

Eduardo Montenegro Dotta[71] adverte que o administrador deverá disponibilizar gratuitamente, aos cotistas, exemplar do regulamento do fundo, noticiá-los acerca da taxa de administração e comunicar em que jornais serão veiculadas as informações pertinentes ao fundo.

A Instrução CVM nº 306, de 5 de maio de 1999, dispõe sobre a administração de carteira de valores mobiliários, a qual estabelece que a administração dessa modalidade de carteira somente pode ser exercida por pessoa natural ou jurídica autorizada pela CVM[72], sob pena de o administrador incorrer em infração grave, caracterizada no art. 11, § 3º, da Lei nº 6.385/1976[73].

Para que a pessoa natural ou jurídica se habilite ao exercício da função de administrador de carteiras de valores mobiliários, é necessário o cumprimento de determinados requisitos mencionados nos arts. 4º e 7º da Instrução da CVM nº 306, bem como a apresentação de uma série de documentos e declarações indicados nos arts. 5º e 8º da Instrução mencionada, sendo a autorização expedida dentro do prazo de 30 dias, contados da data do protocolo de entrada do pedido na CVM[74], regularmente instruído com a referida documentação.

A autorização para o exercício da atividade de administração de carteira de valores mobiliários somente é concedida à pessoa jurídica domiciliada no País que atribua a responsabilidade pela administração dessa modalidade de carteira a um diretor, gerente-delegado ou sócio-gerente autorizado pela CVM a exercer a atividade, o qual se obriga a manter serviço de atendimento aos cotistas, com o objetivo de sanar quaisquer dúvidas destes, bem como de receber as reclamações. É o que dispõe o art. 7º da Instrução CVM retroindicada.

Ademais, a aludida Instrução impõe sanções administrativas e civis àqueles administradores que causarem prejuízos a terceiros em decorrência de atos dolosos e culposos por eles cometidos[75].

Segundo Ricardo Freitas[76], na hipótese de o autorizado a desempenhar atividade de administração de carteira de valores mobiliários ser pessoa física, este poderá administrar carteiras individuais e de terceiros e algumas

espécies de fundos de investimento, pois grande parte dos fundos de investimento não permite que a pessoa física exerça essa atividade e, no caso de o autorizado ser pessoa jurídica, poderá administrar carteiras individuais de terceiros e parte significativa das espécies de fundos de investimento.

Já as instituições financeiras e demais sociedades que tenham por objeto distribuir emissão de valores mobiliários, cujo objeto seja a compra de valores mobiliários em circulação no mercado, para revendê-los por conta própria, que integram o sistema de distribuição de valores mobiliários[77] não necessitam da autorização especial de que trata a Instrução CVM nº 306/1999, mas precisam de autorização para os atos mencionados no art. 16 da Lei nº 6.385/1976[78].

O art. 78, parágrafo primeiro, da Instrução CVM nº 555/2014 dispõe que podem ser administradores de fundo de investimento as pessoas jurídicas autorizadas pela CVM para o exercício profissional de administração de carteira, nos termos do art. 23 da Lei nº 6.385/1976[79].

O administrador dos fundos de investimento é responsável pela atualização e manutenção em perfeita ordem: (i) do registro de cotistas; (ii) do livro de atas das assembleias gerais; (iii) do livro ou lista de presença de cotistas; e (iv) dos pareceres do auditor independente. Ademais, o administrador dos fundos de investimento se responsabiliza pelos registros contábeis referentes às operações e ao patrimônio do fundo; pela manutenção da documentação relativa às operações do fundo, dentre outras atribuições[80].

No que tange à votação, o administrador e seu gestor não poderá fazê-lo nas assembleias gerais do fundo[81] e nem os seus sócios, diretores, funcionários, empresas ligadas ao administrador ou ao gestor, seus sócios, diretores e funcionários, bem assim os prestadores de serviços do fundo, seus sócios, diretores e funcionários, salvo se os únicos cotistas do fundo forem as aludidas pessoas e/ou haja anuência expressa da maioria dos demais cotistas.

É defeso ao administrador e ao gestor, no que aplicável, praticar os seguintes atos em nome do fundo: (i) receber depósito em conta corrente; (ii) contrair ou efetuar empréstimos, salvo em modalidade autorizada pela CVM; (iii) prestar fiança, aval, aceite ou coobrigar-se sob qualquer outra forma, salvo os fundos destinados exclusivamente a investidores qualificados, desde que previsto em seu regulamento e que as garantias prestadas sejam relacionadas à carteira do fundo; (iv) vender cotas a prestação, sem prejuízo da integralização a prazo de cotas subscritas; (v) prometer rendimento predeterminado aos cotistas; (vi) realizar operações com ações fora de mercado organizado, ressalvadas as hipóteses de distribuições públicas, de exercício de direito de preferência e de conversão de debêntures em ações, exercício de bônus de subscrição, negociação de ações vinculadas a acordo de acionistas e nos casos em que a CVM tenha concedido prévia e expressa autorização; (vii) utilizar recursos do fundo para pagamento de seguro contra perdas financeiras de cotistas; e (viii) praticar qualquer ato de liberalidade[82].

Sheila Perricone preleciona a respeito do modo de agir de um administrador de fundo de investimento ao aludir à relação de suas aplicações *versus* risco assumido e rentabilidade dos ativos, conforme reproduzido a seguir:

> Assim é que, na escolha do *portfólio*, o administrador do fundo irá definir quais os ativos que integrarão a carteira e em que percentual (títulos públicos, privados, derivativos); em que mercado irá atuar (financeiro, de capitais, futuros); o grau de risco que irá assumir e o público alvo. Na escolha dos ativos, irá selecionar aqueles com melhor perspectiva de rentabilidade e analisará os riscos de flutuação de seu preço no mercado, objetivando, contudo, sempre alcançar a maior rentabilidade possível.[83]

Nota-se, portanto, que as atividades desempenhadas pelo administrador são de alta relevância nos fundos de investimento, na medida em que ele

exercerá – em nome do fundo – atividades essenciais para o seu regular funcionamento e manutenção, dentre elas a execução da sua política de investimento, a qual o norteará em qual mercado o administrador atuará e o grau de risco a ser assumido pelo fundo.

2.2.1.2. Cotista

Os cotistas são os titulares das frações ideais representativas do patrimônio líquido do fundo, a partir do momento em que aportam recursos neste. Essas frações ideais recebem a denominação de "cotas", as quais são consideradas por lei como valores mobiliários[84].

De acordo com o disposto no art. 11 da Instrução CVM nº 555/2014, as cotas do fundo correspondem a frações ideais de seu patrimônio e serão escriturais e nominativas.

As cotas propiciam aos cotistas iguais direitos – tanto patrimoniais quanto políticos – e obrigações, em consonância com o disposto no art. 11 da Instrução CVM nº 555/2014.

Freitas[85] entende que o patrimônio do fundo não responde por dívidas do cotista, podendo os credores deste proceder à penhora das cotas a fim de obter sua expropriação.

É pertinente que o patrimônio do cotista não responda pelas dívidas deste, pois este não é proprietário dos bens que integram o patrimônio do fundo, e, por conseguinte não possui o direito de dispor dos aludidos bens para liquidar suas dívidas, e é por tal motivo que em caso de execução judicial ou extrajudicial, as cotas de titularidade do cotista que é parte na execução que serão objeto desta, conforme dispõe o art. 13 da Instrução CVM nº 555/2014, segundo o qual a cota de fundo aberto não pode ser objeto de cessão ou transferência, salvo por decisão judicial ou arbitral, operações de cessão fiduciária, execução de garantia ou sucessão universal.

De outra sorte, os cotistas respondem pelo patrimônio negativo do fundo, salvo se houver desobediência, por parte do administrador ou do gestor, da política de investimento e dos limites de concentração previstos

no fundo, hipótese em que o administrador e o gestor serão responsabilizados[86].

2.2.1.3. Custodiante

O art. 95º, § 1º, da Instrução CVM nº 555/2004 estabelece que somente poderão compor a carteira do fundo ativos financeiros que sejam registrados em sistema de registro, objeto de custódia ou objeto de depósito central junto a instituições devidamente autorizadas pelo Banco Central do Brasil ou pela CVM para desempenhar referidas atividades, nas suas respectivas áreas de competência.

A Instrução CVM nº 555/2014, no art. 114, § 3º – que trata dos fundos classificados como "Renda Fixa" que tenha 80%, no mínimo, de seu patrimônio líquido representado por títulos representativos da dívida externa, denominados "Dívida Externa" –, estabelece que "os títulos integrantes da carteira deste fundo devem ser custodiados em entidades habilitadas a prestar esse serviço pela autoridade local competente".

Os ativos financeiros integrantes da carteira do fundo devem, portanto, estar custodiados em entidade autorizada pela CVM ou pelo Bacen. Ademais, o art. 81 da Instrução CVM nº 555/2014 dispõe que:

> "Os contratos de custódia devem, além de observar o que dispõe a regulamentação específica que trata da custódia de valores mobiliários, conter cláusula que:
>
> I – estipule que somente as ordens emitidas pelo administrador, pelo gestor ou por seus representantes legais ou mandatários, devidamente autorizados, podem ser acatadas pela instituição custodiante; e
>
> II – vede ao custodiante a execução de ordens que não estejam diretamente vinculadas às operações do fundo."

A regulamentação específica que trata da custódia de valores mobiliários é a constante da Instrução CVM nº 542/2013.

Além da função de custódia dos ativos que integram o fundo, o custodiante tem a função de realizar a liquidação financeira das operações firmadas com os aludidos ativos, os quais estão sob sua custódia.

Conforme destaca Freitas[87], não são todos os ativos do fundo de investimento que devem ser custodiados, pois, por exemplo, as ações de uma sociedade anônima de capital fechado detidas por um fundo de investimento em empresas emergentes não são custodiadas.

2.2.1.4. Distribuidor

Na eventualidade de o administrador do fundo de investimento não estar habilitado a prestar o serviço de distribuição das cotas do fundo, este deverá contratar terceiro para desempenhar a função[88].

Portanto, o fundo de investimento deverá contratar, por escrito, instituições intermediárias integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários para realizar a distribuição das cotas de sua emissão, autorizando-as a realizar a subscrição de cotas do fundo por conta e ordem de seus respectivos clientes, sendo certo que o administrador deverá fornecer aos distribuidores todo o material de divulgação do fundo exigido pela regulamentação em vigor, respondendo pela exatidão das informações contidas no referido material e informar aos distribuidores qualquer alteração que ocorra no fundo, especialmente se decorrente da mudança do regulamento[89].

Portanto, dada a possibilidade legal, nota-se que na prática é comum a contratação, pelo administrador do fundo de investimento, de mais uma instituição distribuidora de títulos e valores mobiliários.

2.2.1.5. Agência de Classificação de Risco (*Rating*)

No tocante à agência de classificação de risco, ressalte-se que sua contratação não é obrigatória nos fundos de investimento regidos pela Instrução CVM nº 555/2014, e, quando esta for contratada pelo administrador, o custo será a expensas deste, salvo se estiver expressamente previsto no regulamento que esse custo será de responsabilidade dos

cotistas. Também deverá constar do formulário de informações complementares a ressalva de que a aludida contratação não é obrigatória e que ela poderá ser suspensa a qualquer momento, desde que assim tenha sido decidido pelo administrador ou deliberado pela assembleia de cotistas[90].

Caso o fundo opte pela contratação da agência de classificação de risco, o contrato que regule esta contratação deverá conter obrigação da aludida agência de divulgar, imediatamente, em sua página na rede mundial de computadores, comunicar à CVM e ao administrador qualquer alteração no *rating* e divulgar um fato relevante ao mercado a este respeito.

Em contrapartida, nos fundos de investimentos em direitos creditórios, a contratação da agência de classificação de risco é obrigatória, a fim de atribuir um *rating* a cada classe ou série de cotas destinada à colocação pública de emissão dos aludidos fundos, como se pode verificar com mais detalhes adiante[91].

2.3. Política da *Chinese Wall* nos Fundos de Investimento

A Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 2.451, de 27 de novembro de 1997, estabelece, no art. 1º, a obrigatoriedade de as instituições financeiras e demais instituições cujo funcionamento tenha sido autorizado pelo Banco Central do Brasil segregarem a administração de recursos de terceiros das demais atividades da instituição. Essa segregação poderia ser realizada mediante a contratação de empresa especializada em administrar recursos de terceiros[92].

Ainda, de acordo com a Resolução CMN nº 2.451/1997, a instituição administradora deverá designar membro da diretoria ou sócio-gerente tecnicamente qualificado, e que não tenha qualquer vínculo com as demais atividades desempenhadas pela aludida instituição, para responder civil, criminal e administrativamente pela má gestão de recursos de terceiros e prestação de informações a eles relativas[93].

Com a imposição do Conselho Monetário Nacional, de que a pessoa designada para responder pelos atos pertinentes à gestão de recursos de

terceiros não tivesse vínculo com qualquer outra atividade desempenhada pela instituição administradora de recursos, estabeleceu-se o *chinese wall*, ou seja, a segregação total da administração de recursos de terceiros, a fim de evitar o conflito de interesses, a simulação de eventuais resultados negativos dos fundos com recursos que não sejam os de terceiros e, sobretudo, para proteger o patrimônio de titularidade dos cotistas[94].

Ademais, para que haja uma transparente e segura administração dos fundos de investimento, são criadas nas instituições que administram recursos de terceiros rígidas políticas de *compliance* e de controles internos nas aludidas instituições.

Iran Siqueira Lima[95], ao tratar da questão do *chinese wall* imposto pela Resolução do CMN em comento, salienta:

> As empresas coligadas ao administrador e este mesmo não podem manter relações de garantia com as operações do fundo, da mesma forma que aportes de recurso destas empresas para o fundo não são permitidos. Assim, a intenção do normatizador é a de evitar que os fundos sejam utilizados para facilitar as operações de banco e vice-versa. A ideia central é de uma operação fidedigna, sem conflitos de interesse entre patrocinadores e os cotistas do fundo.

Depreende-se do exposto que é de suma importância a segregação dos recursos pertencentes aos cotistas de um fundo de investimento dos demais recursos e atividades das instituições que a administram, a fim de coibir práticas fraudulentas e proteger o patrimônio dos referidos cotistas.

-

[44] GAGGINI, Fernando Schwarz. *Fundos de investimento no direito brasileiro.* São Paulo: Livraria e Editora Universitária de Direito. 2001. p. 20. Segundo o autor, os *investment trusts* tinham como característica serem fechados a novas emissões de cotas e resgates, sendo constituídos na forma de condomínios fechados (ibidem, loc. cit.).

[45] FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza jurídica dos fundos de investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2005. p. 63.

[46] Ibidem, p. 65.

[47] Ibidem, p. 71.

[48] Disponível em: <http://taft.law.uc.edu/CCL/InvCoAct/sec26.html>. Acesso em: 2 abr. 2012.

[49] FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza jurídica dos fundos de investimento*, p. 77.

[50] Resolução CMN nº 103: "IV – Vedar às sociedades de crédito, financiamento e às de tipo misto a constituição, administração ou gerência de FUNDOS MÚTUOS DE FINANCIAMENTO, ou FUNDOS DE 'ACCEPTANCE', e, ainda, a partir desta data, a colocação de novas cotas de Fundos que funcionem sob o regime de sociedade em conta de participação, condomínio ou quaisquer outras formas, assim entendido, para os efeitos deste item, 'uma comunhão de recursos destinados à aplicação em operações de crédito, com base em papéis comerciais" (Circular nº 72, de 30 de novembro de 1962, da extinta Sumoc).

[51] FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza jurídica dos fundos de investimento*, p. 83.

[52] Art. 4º da Lei nº 10.303/2001: "Os arts. 1º, 2º, 4º, 5º, 6º, 7º, 8º, 9º, 10, 11, 14, 15, 16, 17, 18, 22, 24, 26 e 28 da Lei nº 6.385/1976 passam a vigorar com a seguinte redação: 'Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:
I – as ações, debêntures e bônus de subscrição;
II – os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II;
III – os certificados de depósito de valores mobiliários;
IV – as cédulas de debêntures;
V – as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos;
VI – as notas comerciais;
VII – os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários;
VIII – outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e
IX – quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.'"

[53] Art. 124 da Instrução CVM nº 409/2004: "Os fundos de investimento que estejam em funcionamento na data de início da vigência desta Instrução e que sejam regulados pela Instrução CVM nº 302, de 05/05/1999, pelas Circulares nºs 2.616, de 18 de setembro de 1995, e 2.714, de 28 de agosto de 1996, do Banco Central do Brasil, devem adaptar-se às disposições desta Instrução até 31 de janeiro de 2005".

[54] Art. 1º da Instrução CVM 555/2014: "A presente Instrução aplica-se a todo e qualquer fundo de investimento registrado junto à CVM, observadas as disposições das normas específicas aplicáveis a estes fundos".

[55] Art. 7º da Instrução CVM 555/2014: “O funcionamento do fundo depende do prévio registro na CVM, o qual será procedido por meio de envio, pelo administrador, dos documentos previstos no art. 8º, por meio do Sistema de Envio de Documentos disponível na página da CVM na rede mundial de computadores, e considerar-se-á automaticamente concedido na data constante do respectivo protocolo de envio.”
Art. 8º da Instrução CVM 555/2014: “O pedido de registro deve ser instruído com os seguintes documentos e informações:
[...]
III – os dados relativos ao registro do regulamento em cartório de títulos e documentos; [...]
VI – inscrição do fundo no CNPJ.

[56] Artigos 41 e 42 da Instrução CVM 555/2014.

[57] “Art. 125ºO fundo destinado exclusivamente a investidores qualificados, desde que previsto em seu regulamento, pode: [...] II – dispensar, na distribuição de cotas de fundos fechados, a elaboração de prospecto e a publicação de anúncio de início e de encerramento de distribuição” (Instrução CVM nº 555/2014).

[58] Artigo 108 da Instrução CVM 555/2014.

[59] DOTTA, Eduardo Montenegro. *A responsabilidade dos administradores de fundos de investimento no novo Código Civil*. São Paulo: Textonovo, 2005. p. 95.

[60] Art. 3º da Instrução CVM 555/2014: “O fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituída sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros”.

[61] O condomínio é regido pelos arts. 1.314 e seguintes do Código Civil de 2002.

[62] Art. 61 da Instrução CVM 409/2004: “O fundo deve ter escrituração contábil própria, devendo as contas e demonstrações contábeis do mesmo serem segregadas das do administrador”.
Art. 83 da Instrução CVM 409/2004: “A elaboração das demonstrações contábeis deve observar as normas específicas baixadas pela CVM”.
Art. 84 da Instrução CVM 409/2004: “As demonstrações contábeis do fundo devem ser auditadas anualmente por auditor independente registrado na CVM, observadas as normas que disciplinam o exercício dessa atividade”.

[63] Art. 1.314 do Código Civil: “Cada condômino pode usar da coisa conforme sua destinação, sobre ela exercer todos os direitos compatíveis com a indivisão, reivindicá-la de terceiro, defender a sua posse e alhear a respectiva parte ideal, ou gravá-la”.

[64] GAGGINI, Fernando Schwarz. *Fundos de investimento no direito brasileiro*, p. 47.

[65] Freitas aborda diversas teorias da natureza jurídica do fundo de investimento, dentre elas a teoria condominial, mediante a qual seus defensores equiparam a figura dos fundos de investimento à de uma propriedade detida em comunhão (FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza jurídica dos fundos de investimento*, p. 158).

[66] Art. 13 da Instrução CVM nº 555/2014: “A cota de fundo aberto não pode ser objeto de cessão ou transferência, exceto nos casos de:
I – decisão judicial ou arbitral;
II – operações de cessão fiduciária;
III – execução de garantia;
IV – sucessão universal;
V – dissolução de sociedade conjugal ou união estável por via judicial ou escritura pública que disponha sobre partilha de bens; e
VI – transferência de administração ou portabilidade de planos de previdência.
§ 1º A transferência de titularidade das cotas de fundo fechado fica condicionada à verificação, pelo administrador, do atendimento das formalidades estabelecidas no regulamento e na presente Instrução.
§ 2º Na hipótese de transferência por meio de negociação em mercado organizado, cabe ao intermediário verificar o atendimento das formalidades estabelecidas no regulamento e na presente Instrução.

[67] Art. 1.320 do Código Civil: “A todo tempo será lícito ao condômino exigir a divisão da coisa comum, respondendo o quinhão de cada um pela sua parte nas despesas da divisão”.

[68] Art. 981 do Código Civil: “Celebram contrato de sociedade as pessoas que reciprocamente se obrigam a contribuir, com bens ou serviços, para o exercício de atividade econômica e a partilha, entre si, dos resultados”.

[69] FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza jurídica dos fundos de investimento*, p. 200.

[70] Art. 14 e § 1º e § 2º da Instrução CVM nº 555/2014.

[71] DOTTA, Eduardo Montenegro. *A responsabilidade dos administradores de fundos de investimento no novo Código Civil*, p. 107.

[72] Art. 3º da Instrução CVM nº 306/1999: “A administração profissional de carteira de valores mobiliários só pode ser exercida por pessoa natural ou jurídica autorizada pela CVM”.

[73] Art. 18 da Instrução CVM nº 306/1999: “Considera-se infração grave, para efeito do disposto no art. 11, § 3º, da Lei nº 6.385/76, o exercício da atividade de administração de carteira de valores mobiliários por pessoa natural ou jurídica não autorizada”.

[74] Art. 9º da Instrução CVM nº 306/1999: “A autorização para o exercício da atividade de administração de carteira de valores mobiliários é concedida através de Ato Declaratório, a ser expedido no prazo de trinta dias, a contar da data do protocolo de entrada do pedido na CVM, devidamente instruído com a respectiva documentação”.

[75] “Art. 17. A pessoa natural ou jurídica, no exercício da atividade de administração de carteira de valores mobiliários, é diretamente responsável, civil e administrativamente, pelos prejuízos resultantes de seus atos dolosos ou culposos e pelos que infringirem normas legais, regulamentares

ou estatutárias, sem prejuízo de eventual responsabilidade penal e da responsabilidade subsidiária da pessoa jurídica de direito privado que a contratou ou a supervisionou de modo inadequado."

[76] FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza jurídica dos fundos de investimento*, p. 96.

[77] Art. 15 da Lei nº 6.385/1976.

[78] Art. 16 da Lei nº 6.385/1976: "Depende de prévia autorização da Comissão de Valores Mobiliários o exercício das seguintes atividades:
I – distribuição de emissão no mercado;
II – compra de valores mobiliários para revendê-los por conta própria [...]."

[79] Art. 23 da Lei nº 6.385/1976: "O exercício profissional da administração de carteiras de valores mobiliários de outras pessoas está sujeito à autorização prévia da Comissão.
§ 1º – O disposto neste artigo se aplica à gestão profissional e recursos ou valores mobiliários entregues ao administrador, com autorização para que este compre ou venda valores mobiliários por conta do comitente.".

[80] Art. 90 da Instrução CVM nº 555/2014.

[81] Art. 76 da Instrução CVM nº 555/2014.

[82] Art. 89 da ICVM 555/2014.

[83] PERRICONE, Sheila. Fundos de investimentos: a política de investimento e a responsabilidade dos administradores. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, São Paulo: Revista dos Tribunais, ano 4, n. 11, p. 80-100, jan.-mar. 2001.

[84] Art. 2º da Lei nº 6.385/1976: "São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: [...]
V – as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos; [...]".

[85] FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza jurídica dos fundos de investimento*, p. 98.

[86] Art. 15 da CVM nº 555/2014: "Os cotistas responderão por eventual patrimônio líquido negativo do fundo, sem prejuízo da responsabilidade do administrador e do gestor em caso de inobservância da política de investimento ou dos limites de concentração previstos no regulamento e nesta Instrução".

[87] FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza jurídica dos fundos de investimento*, p. 100.

[88] Art. 17 da ICVM nº 555/2014: "A distribuição de cotas de fundos abertos ou fechados deve ser realizada por instituições habilitadas a atuar como integrantes do sistema de distribuição."

[89] Art. 17, inciso I e II da ICVM nº 555/2014.

[90] Art. 41 da ICVM nº 555/2014:
"[...]
viii – quando houver, identificação da agência de classificação de risco de crédito contratada pelo fundo, bem como a classificação obtida e advertência de que a manutenção desse serviço não é obrigatória, podendo ser descontinuado, a critério do administrador do fundo ou da assembleia geral de cotistas".

[91] Art. 3º da ICVM nº 356/2001: "Os fundos regulados por esta instrução terão as seguintes características:
[...] III – cada classe ou série de cotas de sua emissão destinada à colocação pública deve ser classificada por agência classificadora de risco em funcionamento no País; [...]".

[92] Art. 1º e parágrafo único da Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 2.451/1997.

[93] Art. 2º da Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 2.451/1997.

[94] Dotta argumenta que a segregação de recursos de terceiros de outras áreas da instituição administradora visa evitar a obtenção de informação privilegiada por terceiros que possam utilizá-la em proveito próprio ou mesmo de outros, impedindo que os resultados do fundo reflitam as condições mais próximas às de mercado, podendo prejudicar o retorno razoavelmente esperado pelos investidores que já aportaram recursos no fundo e o discernimento daqueles que eventualmente desejem realizar aplicações (DOTTA, Eduardo Montenegro. *A responsabilidade dos administradores de fundos de investimento no novo Código Civil*, p. 112).

[95] LIMA, Iran Siqueira et al. (Orgs.). *Fundos de Investimentos*: aspectos operacionais e contábeis São Paulo: Atlas, 2004. p. 40.

Capítulo 3

Fundos de Investimento em Direitos Creditórios

3.1. Principais Aspectos e Características

Com o advento dos FIDCs, esperava-se um significativo crescimento das operações de securitização de direitos de creditórios no Brasil, o que seguramente ocorreu. É o que se constata pelo volume de emissões de cotas de FIDCs realizadas nos últimos anos, conforme demonstrado adiante, denotando o crescimento da economia brasileira ao proporcionar a expansão do crédito às empresas que acessam o mercado de capitais, mediante a oferta pública das cotas dos FIDCs.

Vale destacar, no entanto, a importância dos FIDCs, não somente no âmbito quantitativo (volume de emissões), mas também por se tratar de uma estrutura robusta de formação de capital, a qual propicia às empresas o acesso aos investidores mais sofisticados no mercado de capitais e que os seus ativos ilíquidos (direitos creditórios) tornem-se líquidos (valores mobiliários negociáveis no mercado de capitais) nessa espécie de operação de securitização representada pelos FIDCs.

Os itens a seguir abordarão os principais aspectos e características dos fundos de investimento em direitos creditórios.

3.1.1. Introdução e Conceito

Conforme estudo realizado pela ANBIMA, a robustez regulatória e as estruturas mais fléxíveis e abrangentes das carteiras dos FIDCs reforçaram o potencial de complementariedade desse instrumento de financiamento e

de investimento em relação às fontes tradicionais de recursos na economia brasileira[96].

Foi nesse contexto que o Conselho Monetário Nacional editou a Resolução nº 2.907, de 29 de novembro de 2001, com o escopo de autorizar a constituição e o funcionamento de fundos de investimento em direitos creditórios, destinados, com preponderância, à aplicação em direitos creditórios, em títulos representativos desses direitos, originários de operações realizadas em diversos segmentos, quais sejam, financeiro, comercial, industrial, imobiliário, de hipotecas, de arrendamento mercantil e de prestação de serviços. A referida Resolução estabeleceu, ainda, que a CVM fosse o órgão responsável por regulamentar e fiscalizar os FIDCs.

Tempos depois, mais precisamente em 17 de dezembro de 2001, a CVM veio regulamentar a constituição e o funcionamento dos fundos de investimentos em direitos creditórios, mediante a publicação da Instrução CVM nº 356.

No dia 22 de julho de 2003, a CVM publicou a Instrução CVM nº 393, alterando a regulamentação dos FIDCs – subsequentemente, em 2006, esta foi novamente alterada pelas Instruções nºs 435, 442, 446; em 2007, pela Instrução nº 458; em 2010, pela Instrução nº 484; em 2011, pelas Instruções nºs 498 e 510; em 2013, pela Instrução nº 531; e, em 2014 pela Instrução nº545.

João Paulo Fagundes ressalta que, com a publicação da Instrução CVM nº 393, buscou-se adequar a regulamentação dos FIDCs às necessidades do mercado e à conjuntura brasileira[97].

O FIDC é uma espécie de operação de securitização de recebíveis decorrentes de ativos financeiros e não financeiros. Esse fundo integra uma comunhão de recursos, organizada na forma de condomínio, que destina grande parte de seu patrimônio – no mínimo 50% dele – à aplicação em direitos creditórios[98], e, por esse motivo, depende do adimplemento dos devedores de tais direitos creditórios, cujas cotas são adquiridas por investidores de grande porte, denominados pela regulamentação da CVM como “investidores qualificados”[99].

O remanescente do patrimônio líquido dos FIDCs pode ser aplicado em títulos de emissão do Tesouro Nacional, títulos de emissão do Banco Central do Brasil, créditos securitizados pelo Tesouro Nacional, títulos de emissão de Estados e Municípios, certificados e recibos de depósito bancário e demais títulos, valores mobiliários e ativos financeiros de renda fixa, exceto cotas do Fundo de Desenvolvimento Social[100].

Rogério de Araújo Santana[101] assinala que a preocupação da CVM era limitar a aquisição desses títulos a investidores capacitados para analisar a operação e verificar quais os riscos envolvidos, já que se trata de uma operação cuja estrutura se caracteriza por certo grau de complexidade.

No tocante ao conceito do FIDC indicado há pouco, os investidores aplicam recursos no fundo, o qual, por sua vez, investirá parte preponderante desses recursos em direitos creditórios. Em troca dos recursos investidos, os investidores recebem cotas representativas de sua participação na carteira de ativos do fundo, as quais serão valorizadas por conta desse investimento.

Saliente-se que os cotistas não são proprietários dos ativos que compõem o patrimônio dos FIDCs, mas sim das cotas, as quais representam uma fração ideal do referido patrimônio, consoante o seguinte entendimento da Anbima: “Por regra, o FIDC também não admite afetação do patrimônio, de forma que cada cota corresponderá a uma fração ideal do patrimônio, não havendo correspondência com nenhum ativo ou grupo de ativos que compõem a carteira”[102].

A constituição do fundo, seja na forma de condomínio aberto, seja na de condomínio fechado, é feita por meio de cessão de créditos, pela empresa/ instituição originadora desses ao fundo, em geral realizada sem a coobrigação da empresa cedente. Os originadores dos recebíveis cedem ao fundo os créditos que têm a receber, com um desconto pelo adiantamento do pagamento dos referidos créditos – desconto em relação ao valor de face. O rendimento das carteiras do fundo decorre da diferença entre o valor descontado pago antecipadamente às empresas originadoras dos créditos, denominado “preço pela cessão dos créditos”, e os juros pagos pelos

devedores dos recebíveis nas datas de vencimento dos pagamentos por eles devidos às respectivas empresas originadoras.

A seguir, será exibido um fluxograma ilustrando a estrutura de funcionamento, passo a passo, de uma operação de FIDC (Figura 3.1).

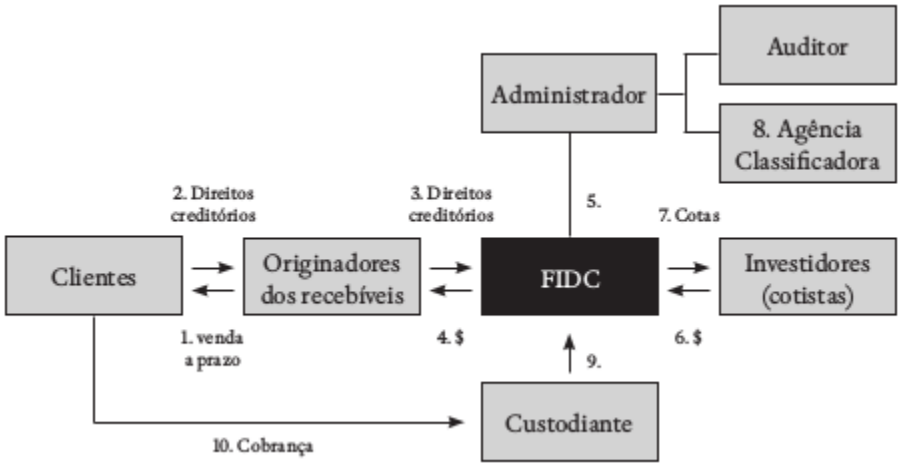

Figura 3.1 – Fluxograma da estrutura de funcionamento de uma operação de FIDC.

Conforme mostra a Figura apresentada, as principais etapas envolvidas em uma operação de FIDC são:

1. a empresa originadora presta serviços e/ou fornece bens a prazo aos clientes;
2. os clientes pagam pela prestação de serviços e/ou fornecimento de bens, gerando os direitos creditórios de titularidade da empresa originadora;
3. a empresa originadora cede os direitos de crédito de sua titularidade ao fundo;
4. o fundo paga à empresa originadora pela cessão de créditos realizada;
5. o administrador constitui o FIDC e registra o fundo a emissão de cotas desses perante a CVM;
6. os investidores qualificados aportam recursos no fundo;

7. o fundo emite cotas em favor dos investidores;

8. a agência de *rating* atribui classificação de risco para as cotas do FIDC;

9. o gestor adquire, por intermédio do FIDC, os direitos creditórios que atendam aos critérios de elegibilidade estabelecidos no regulamento do fundo, sendo essa avaliação realizada pelo custodiante do fundo e as condições da cessão, cuja verificação é realizada pela instituição responsável indicada pelo administrador, podendo ser a cedente ou o consultor especializado; e

10. os pagamentos realizados pelos devedores dos direitos creditórios são creditados (i) em conta de titularidade do fundo mantida perante o custodiante, o qual, por sua vez, repassará tais recursos aos investidores, na forma de rendimentos, amortizações ou resgate das cotas ou (ii) em conta especial instituída pelas partes perante as instituições financeiras, sob contrato (*escrow account*).

De acordo com o estudo realizado pela Anbima, a remuneração dos cotistas seniores, com base no *benchmark* do fundo, poderá ser complementada pelas cotas subordinadas, e até o limite destas, sendo proibida por legislação a promessa aos condôminos de rendimento predeterminado[103].

Os FIDCs surgiram no Brasil como meio de investimento, bem como para viabilizar as operações de securitização de recebíveis e, além das finalidades avençadas há pouco, os FIDCs são utilizados frequentemente como forma de captação pelas empresas originadoras dos créditos, que pretendem alongar sua dívida ou utilizar os recursos correspondentes ao preço da cessão dos recebíveis para capital de giro, haja vista as vantagens econômicas e tributárias descritas no item a seguir.

Portanto, além de ser uma alternativa de investimento, os FIDCs foram introduzidos no ordenamento brasileiro com a finalidade de dar mais liquidez ao mercado de crédito.

Os itens a seguir abordam as vantagens e desvantagens trazidas com a realização dessa modalidade de operação de securitização.

3.1.2. Vantagens

Com o advento dos FIDCs, criou-se uma expectativa de que, à medida que fossem sendo constituídos mais FIDCs, ocorresse uma significativa redução do *spread* bancário, uma vez que as margens operacionais das instituições financeiras aumentariam em concomitância ao aumento do número de operações de FIDC.

Os FIDCs trouxeram vantagens tributárias em relação à securitização mediante a constituição de uma sociedade de propósito específico (SPE), na forma de sociedade anônima, uma vez que nas operações de FIDCs é necessária a constituição de um fundo. Referido fundo consiste na comunhão de recursos, na forma de condomínio, consoante estabelecido pela regulamentação da CVM, e não de uma sociedade anônima, e, por conseguinte, nele não incidem tributos como o Programa de Integração Social (PIS), a Contribuição para a Seguridade Social (Cofins), o Imposto de Renda de Pessoa Jurídica (IRPJ) e a Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSSL), tal como incidiria em uma sociedade anônima.

Note-se que não há uma legislação específica que regule a tributação dos FIDCS e, por consequência, aplica-se a tributação estabelecida para os fundos de investimento.

Ressalte-se, em face do exposto, que o FIDC está sujeito ao Imposto de Renda (IR) a ser retido na fonte[104], ressalvadas as isenções concedidas às instituições financeiras, às entidades de previdência e aos fundos de investimento, os quais são dispensados da retenção na fonte sobre os rendimentos auferidos em aplicações financeiras de renda fixa. No que tange aos fundos de investimento, esses são isentos do IR sobre os rendimentos auferidos pelas carteiras dos fundos de renda fixa e nos resgates de cotas de fundos de investimento de titularidade de fundos de aplicação em cotas de fundos de investimento[105].

Há de se observar que a Receita Federal excluiu, para efeitos da classificação dos fundos para os fins tributários, do cálculo do prazo médio da carteira do fundo operações com direitos creditórios integrante das carteiras dos fundos de investimentos de direitos creditórios, e, por consequência, o prazo médio será definido pelos demais ativos do FIDC que integram sua carteira[106].

No tocante à incidência do IOF, dependendo da natureza jurídica dos direitos de crédito cedidos ao FIDC, poderá haver a incidência do IOF, quando, por exemplo, os direitos de crédito cedidos ao fundo forem representados por títulos e valores mobiliários. Nesse caso, haverá a incidência da alíquota de 1% ao dia sobre o valor da cessão dos títulos ou valores mobiliários ao fundo, limitada ao rendimento da operação, em função do prazo, conforme Decreto nº 6.306, de 14 de dezembro de 2007[107].

Conforme Gaggini[108], diante das dificuldades de ordem tributária encontradas pelas operações de securitização no Brasil, que chegaram até mesmo a inviabilizá-las, buscou-se, com a criação dos FIDCs, uma forma de contornar esses obstáculos e permitir o desenvolvimento do mercado de recebíveis.

Outro aspecto positivo no que tange ao FIDC refere-se ao fato de tal operação ser considerada um instrumento mitigador de risco. Isso implica dizer que o investidor, ao adquirir cotas dessa espécie de fundo, estará, em rigor, correndo o risco de crédito dos devedores dos recebíveis que compõem a carteira do fundo e não da sociedade que os cedeu ao fundo, ressalvadas as hipóteses em que há coobrigação[109] da empresa originadora dos recebíveis na cessão dos recebíveis ao fundo, não somente a obrigação da empresa pelo pagamento dos direitos de crédito inadimplentes, mas também qualquer outro meio de retenção do risco pela empresa originadora por outras formas, a título de exemplo, mediante a substituição de contratos inadimplentes, ou nos casos de recebíveis a performar. Em outros termos, nos casos em que os serviços e/ou os bens são entregues em data futura pela empresa originadora dos créditos, haja vista ainda subsistir a obrigação de a

empresa originadora prestar os serviços, para então receber a contraprestação financeira. Isso porque, nestas últimas hipóteses, leva-se em consideração o crédito da empresa originadora dos créditos.

Ressalte-se que poderão ser constituídas garantias em favor do investidor, as quais têm por objetivo reduzir as chances de que eventuais perdas ocorridas em face do não pagamento dos recebíveis tenham impacto nas obrigações assumidas pelo fundo perante os investidores.

Destacam-se, a seguir, alguns exemplos de garantia: a subordinação de cotas[110] – as cotas subordinadas serão tratadas com maior abrangência adiante, em item próprio –, o mecanismo do *spread* excedente, ou seja, quando se traz a valor presente os recebíveis, adiciona-se um *spread* na taxa, denominado pelo mercado como "excesso de *spread*". Com isso, gera-se excesso de rentabilidade, pois se desconta a uma taxa maior do que a necessária para remunerar as cotas seniores. Consideram-se também instrumentos mitigadores de risco a contratação de seguros de crédito e uma avaliação dada por agência de classificação de risco melhor do que a avaliação da própria empresa originadora dos recebíveis. Isso em face do risco de crédito das devedoras dos direitos de crédito ser normalmente inferior ao risco de crédito da empresa originadora, para os casos de recebíveis performados – o fornecimento objeto do contrato já foi realizado e, por conseguinte, foi gerado um direito líquido e certo de recebimento –, ou quando há recebíveis pulverizados, ou seja, existência de muitos sacados, o que enseja a diminuição do impacto de uma inadimplência no investidor.

Santana[111] apresenta, dentre outros, dois mecanismos considerados como reforço de crédito, quais sejam, a constituição do fundo de reserva composto por recursos oriundos dos pagamentos dos direitos de crédito e a sobrecolaterização, situação em que o volume dos créditos é maior que o passivo do fundo.

Ressalte-se, por fim, a existência de uma modalidade de garantia de liquidez, denominada "fundo de liquidez", o qual diverge do fundo de reserva, haja vista o fato de o fundo de liquidez destinar-se exclusivamente

a suprir o descasamento de datas do pagamento dos recebíveis e do pagamento aos cotistas. Desse modo, os recursos oriundos do fundo de liquidez são utilizados para se evitar o atraso no pagamento aos cotistas.

Ademais, há outro mecanismo de segurança nos FIDCs, consistente no compromisso de recompra dos direitos creditórios assumido pela empresa originadora, em caso de inadimplemento por seus respectivos devedores, e a obrigação de cessão, pela empresa originadora, de novos recebíveis ao fundo. Ressalta-se, no entanto, que esse mecanismo impede que a transferência de risco (cessão *true sale*) se concretize.

Por fim, o regulamento do fundo pode estabelecer hipóteses de liquidação antecipada do fundo, como não pagamento das amortizações, pedido ou decretação de falência da empresa originadora, não atendimento do percentual exigido de garantia/índices, revisão do *rating* de forma negativa. Essas hipóteses têm por finalidade, conforme estudo realizado pela Anbima, definir alguns gatilhos de segurança[112].

Os FIDCs propiciam a uma empresa com um patamar de risco que não tinha acesso às operações de mercado de capitais a oportunidade de fazê-lo, e a um custo reduzido, haja vista que os ativos (direitos creditórios) integrantes da carteira do fundo em geral possuem um risco de crédito menor do que o da própria empresa originadora dos referidos direitos creditórios.

De acordo com Santana, a utilização dos FIDCs permite que a empresa levante recursos de terceiros, sem adquirir novos sócios ou aumentar o seu endividamento, pois consiste, basicamente, na antecipação de receitas a serem geradas na própria atividade[113].

Os FIDCs são, não obstante, uma fonte de captação para bancos de pequeno e médio portes, e, por consequência, propicia maior pulverização do crédito. Em contrapartida, os bancos de grande porte, com forte presença no segmento de varejo, compram cotas dos fundos e atuam na prestação de serviços atrelados aos FIDCs, como os de custódia e a administração da carteira do fundo.

As companhias de capital fechado podem participar de operações de FIDCs, mediante a cessão, ao fundo, dos direitos de crédito de que são titulares, o que não ocorre nas emissões de debêntures ofertadas sob e de acordo com a Instrução CVM 400/2003, as quais requerem que a emissora seja uma sociedade anônima de capital aberto[114]. Em contrapartida, nas emissões públicas de cotas de FIDCs fechados distribuídas com esforços restritos de distribuição, no âmbito da Instrução CVM nº 476/2009, as empresas originadoras poderão ser constituídas na forma de sociedades anônimas de capital fechado[115].

Portanto, outra vantagem existente nos FIDCs fechados consiste na possibilidade das suas cotas serem ofertadas com esforços restritos de distribuição, ao amparo da Instrução CVM nº 476/2009, propiciando agilidade na conclusão da oferta, haja vista não ser necessário o registro da distribuição das cotas do FIDC perante a CVM nas ofertas regidas sob a referida Instrução, mas sim apenas duas comunicações à CVM, enviada pelo coordenador líder, de que a oferta foi iniciada e, posteriormente, concluída[116].

Outra grande vantagem trazida pelas empresas ingressantes nas operações de FIDCs é a grande exposição que essas empresas terão perante o mercado em *road shows* – etapa que integra a distribuição da oferta composta por apresentações feitas pelos bancos intermediários da oferta e pelos executivos das empresas, a fim de divulgar a empresa e a operação a investidores-alvo – o que pode valorizá-la e torná-la mais conhecida no mercado.

O estudo Anbima/Cetip[117] descreve sumariamente as vantagens trazidas pela emissão de cotas de um FIDC em comparação com os demais investimentos existentes no mercado, conforme reprodução a seguir:

> Do ponto de vista do investidor – que necessariamente deve ser qualificado ou profissional (no caso do FIDC-NP) –, o interesse pelo fundo justifica-se pelo fato de este oferecer rentabilidade superior à dos ativa disponíveis no mercado financeiro com nível de risco equivalente

combinado com colateralização pelas cotas subordinadas ou outra modalidade de garantia, que mitigam o risco da carteira.

Observa-se que, diante das vantagens trazidas nos FIDCs, essa operação torna-se atrativa tanto para a empresa originadora dos direitos creditórios quanto para os investidores. Isso porque, no primeiro caso, trata-se de um meio de captação de recursos vantajoso sob a ótica financeira, já que em geral a avaliação do crédito é feita sobre as empresas devedoras desses direitos, as quais em rigor são melhores avaliadas, propiciando, por consequência, taxas de captação mais atrativas; no segundo caso, porque os investidores aplicarão seus recursos em uma operação segura, provida, em regra, de uma gama de garantias e instrumentos mitigadores de crédito.

3.1.3. Desvantagens

A cessão dos direitos creditórios ao fundo pelas empresas originadoras desses dificulta a renegociação dos títulos que consubstanciam os referidos direitos creditórios entre a empresa originadora e a devedora de tais direitos, na medida em que a titularidade dos recebíveis não é mais da empresa, mas sim do fundo. Alguns fundos, no entanto, adotam práticas de substituição dos aludidos títulos em caso de inadimplência das devedoras destes, e, nessa hipótese, os títulos inadimplidos voltariam à titularidade da empresa cedente, possibilitando a cobrança judicial e/ou extrajudicial por parte desta.

Segundo artigo da *Revista Valor Investe*[118], a possibilidade de troca dos títulos deve ser observada atentamente pelo investidor que pretende adquirir cotas do FIDC. De acordo com a matéria publicada, à primeira vista, essa prática soa como positiva, mas abre um flanco perigoso, já que exige um controle maior e dá margem para que o cedente, por questões ligadas ao seu próprio negócio e não ao foco do FIDC, possa simplesmente interromper o processo de um dia para o outro.

O estudo Anbima[119] mostra que, se, por um lado, a troca de lastro pode evitar a ocorrência de inadimplência do fundo, por outro, na hipótese de ser

sistemática, pode gerar desconfiança acerca da solvência da carteira, levando à revisão da avaliação de risco das cotas do fundo. Ademais de acordo com o estudo em questão, a revisão dos Informes mensais e a reformulação da apresentação dos dados divulgados a partir do exercício de agosto de 2011 criaram a obrigatoriedade de listagem destes eventos (pré-pagamento, inadimplência, entre outras) e, por porconseguinte tal alteração trouxe transparência ao mercado dos movimentos da carteira dos FIDCs.

Como alternativa, o artigo em comento sugere que os administradores dos FIDCs estruturem os produtos de maneira que seja obrigatório tornar públicos, periodicamente, o volume e as razões dos títulos/direitos creditórios trocados, em face da inadimplência deles, o que ocorreu a partir de agosto de 2011 e com a Instrução CVM nº 531/2013.

É pertinente salientar que a situação que gera desconfiança dos investidores no tocante aos lastros concedidos em substituição daqueles inadimplentes foi mitigada pela edição da Instrução CVM nº 531, de 6 de fevereiro de 2013, haja vista que, de acordo com a aludida Instrução, a função de verificação do lastro trimestral a ser desempenhada pelo custodiante somente pode ser subcontratada pelo custodiante a instituição que não seja o cedente, o consultor especializado e o gestor do fundo. Por essa razão, tal fato evitará que a cedente transfira ao fundo créditos que ela queira se desfazer. Ainda, essa verificação deverá contemplar os direitos creditórios inadimplidos e os substituídos no respectivo trimestre objeto da verificação e não poderá ser feita por amostragem, o que decerto propiciará maior clareza ao investidor no que diz respeito ao cenário dos direitos de créditos que integram a carteira do fundo ao longo de toda sua existência[120].

Em relação aos investidores que adquirem as cotas do FIDC, esses investidores, em grande parte, são instituições financeiras, as quais utilizam as FIDCs como veículo de concessão de crédito.

Isso se deve ao fato de que as seguradoras e os fundos de pensão ainda se mostram receosos em realizar esse tipo de investimento, haja vista a complexidade da estrutura dos FIDCs, especialmente na esfera jurídica e na operacional, tais como a necessidade de analisar instrumentos jurídicos

mais elaborados que formalizam a operação, dentre os quais estão o contrato de cessão de crédito, com e sem coobrigação, a forma de cobrança dos recebíveis, as formas de gatilhos etc.

A divulgação de informações sobre o fundo, por sua vez, também ainda é restrita, a despeito do esforço da CVM em divulgar – embora de maneira dispersa – prospectos, regulamentos dos fundos, demonstrações financeiras, relatórios de riscos etc. No que tange aos documentos que formalizam a operação, estes não são padronizados em decorrência da complexidade da estruturação das operações, as quais são consideradas *tailor-made*, o que dificulta a análise, pelos investidores, da viabilidade nesse tipo de investimento, bem como o acompanhamento dos atos concernentes ao fundo, ao longo de sua existência.

Outro motivo para a escassez de investidores no âmbito dos FIDCs diz respeito ao volume de emissões, o qual ainda é relativamente baixo no que tange aos demais valores mobiliários ofertados no mercado de capitais e, por conseguinte, não justifica as despesas a serem incorridas por um investidor qualificado para contratar advogados e especialistas, a fim de que estes analisem os riscos inerentes a determinada operação.

Saliente-se que ainda não há um mercado secundário consistente, o qual assegure liquidez às aplicações realizadas por investidores em fundos fechados, sendo a aludida falta de liquidez justificada, entre outros motivos, em face da limitação imposta pelos normativos expedidos pela CVM determinando que somente podem adquirir as cotas emitidas pelo FIDC os investidores denominados qualificados[121]. E, sob esse aspecto, os investidores institucionais são os que mais necessitam de liquidez nas suas cotas, em especial para efetuar pagamentos de dívidas contraídas pelas empresas.

Diante do exposto, a saída eficaz para atrair novos investidores aos fundos de investimento em direitos creditórios seria investir em fundos de investimento de cotas de FIDCs, já que o trabalho de análise e acompanhamento dos FIDCs ficaria a cargo dos aludidos fundos de investimento.

Uma situação que poderia acarretar o aumento do risco de a empresa originadora deixar de honrar seus compromissos financeiros seria na hipótese de todos os créditos de melhor qualidade serem cedidos ao fundo, restando apenas créditos cujos pagamentos não são certos, em consequência do alto risco de crédito da devedora dos recebíveis, por exemplo.

Outro ponto negativo no tocante às operações de FIDC refere-se aos prestadores de serviços inerentes ao fundo, os quais são em número restrito no mercado, o que pode ensejar o não atendimento das demandas existentes e, por consequência, impactar de forma negativa no crescimento da indústria dos FIDCs.

A falta de jurisprudência no que concerne aos FIDCs é outro aspecto que gera insegurança aos investidores, os quais carecem de segurança no que tange à resposta a determinados questionamentos. Podem-se citar como exemplos de possíveis questionamentos: (i) a responsabilidade pela existência de eventuais recebíveis fraudulentos na carteira; (ii) a eficácia da coobrigação da cedente quando a cessão dos direitos de crédito ao fundo é feita com coobrigação da empresa originadora dos referidos direitos; e (iii) a cessão realizada dentro do período definido como termo legal da falência do cedente, o qual poderá ser determinado pelo juiz em até 90 dias antes dos pedidos de falência ou recuperação judicial, ou do primeiro protesto por falta de pagamento.

Em que pesem as desvantagens atribuídas aos FIDCs, há de se notar que o advento dessa espécie de fundo revolucionou as operações de securitização no Brasil, tanto do ponto de vista regulatório quanto no que concerne às vantagens tributárias na utilização dos FIDCs, conforme salientado. Referidas desvantagens, portanto, terão como ser suprimidas ao longo dos anos, com o surgimento de jurisprudências, de mais agentes prestadores de serviços ao fundo e de mais investidores interessados em aportar seus recursos mediante a integralização de cotas de FIDCs. Não obstante, a edição da Instrução CVM nº531, de 6 de fevereiro de 2013, já demonstra uma nítida preocupação da CVM em garantir a segurança dos investidores ao aportarem seus recursos nas cotas do FIDC, mediante a

criação de regras que viabilizarão a boa governança dos FIDCs, o que, por consequência, aumentará o número de investidores interessados em aderir ao aludido investimento.

3.1.4. Cotas e suas Espécies

Cristiano da Cruz Leite, em estudo a respeito do tema, conclui que a fração ideal de risco assumida no investimento em um fundo de recebíveis é a cota, parcela ideal do patrimônio deste. Ainda de acordo com o autor, esse ativo se enquadra no conceito de valor mobiliário[122] que, por sua vez, inspirou-se no conceito de *security* do direito norte-americano[123].

A Instrução CVM nº356 criou duas espécies de cotas: as seniores e as subordinadas. Essa distinção é fundada na forma de amortização e resgate das cotas. A distinção conceitual entre essas duas espécies de cotas é que a cota sênior tem prioridade sobre as demais para efeito de amortização e resgate, ao passo que a cota subordinada, como o próprio nome indica, subordina-se às demais cotas, para efeito de amortização e resgate.

Portanto, as cotas seniores terão uma única classe, admitindo-se classes de cotas subordinadas às cotas seniores, para efeito de amortização e resgate[124].

As cotas subordinadas poderão ser utilizadas como mecanismo de reforço de crédito, uma vez que elas são geralmente emitidas pela empresa cedente dos créditos, ou seja, esta retém o risco de crédito da carteira do fundo, e, nessa hipótese, tais cotas são utilizadas para cobrir eventuais perdas das cotas seniores.

Isso significa dizer que as cotas subordinadas são consideradas uma proteção aos cotistas seniores, haja vista que estes somente serão afetados quando o valor da inadimplência for superior ao valor total das cotas subordinadas emitidas pelo fundo.

Ainda no tocante às cotas subordinadas, segundo Nelson Eizirik et al., se o cedente dos créditos for instituição financeira ou sociedade de arrendamento mercantil, tanto a instituição cedente como sociedade direta

ou indiretamente controladas, coligadas ou sob seu controle comum, somente poderão adquirir cotas do FIDC da espécie subordinada.[125]

Os prazos de amortização ou resgate devem ser estabelecidos no regulamento do fundo, em relação a cada classe e série de cotas[126].

No tocante às cotas da classe sênior de um fundo fechado, estas podem ser subdivididas em diversas séries, diferenciadas exclusivamente por prazos e valores para amortização, resgate e remuneração[127]. Cada série de cotas terá as mesmas características e conferirá a seus titulares iguais direitos e obrigações, nos termos do regulamento[128].

De acordo com o entendimento de Fagundes[129], a possibilidade de emissão de diversas séries de cotas seniores significa que as administradoras dos FIDCs poderão atingir mais facilmente investidores com diferentes pretensões, medida essa utilizada para estimular o crescimento da indústria de FIDCs.

De fato, a faculdade do administrador de emitir várias séries de cotas seniores poderá atingir uma gama de investidores muito maior, com diferentes perfis de investimento, diante das diversidades atribuídas a cada série de cotas.

É facultado o resgate das cotas, mediante a entrega, ao investidor, do direito ao recebimento dos recursos decorrentes dos pagamentos dos direitos creditórios, exclusivamente na hipótese de liquidação antecipada do fundo, na forma prevista no regulamento, em relação às cotas seniores. Em se tratando de cotas subordinadas, admite-se, nos termos do regulamento do fundo, que a integralização, a amortização e o resgate sejam efetuados em direitos creditórios[130], em qualquer hipótese, seja na integralização, na amortização ou no resgate, e não apenas na liquidação antecipada do fundo.

Nos fundos abertos, em rigor, as cotas subordinadas somente poderão ser resgatadas após o resgate das cotas seniores. Há, no entanto, a possibilidade de as cotas subordinadas dos fundos abertos serem resgatadas antes do resgate das cotas seniores, depois de transcorrido o prazo mínimo de 60 dias, contados do pedido de resgate. Para tanto, em até três dias úteis

contados do recebimento do referido pedido de resgate, o administrador do fundo deve informar os cotistas seniores acerca do aludido pedido, a fim de possibilitar que eles requeiram o resgate de suas cotas, antes que os cotistas subordinados o façam. Com isso, garante-se a preferência das cotas seniores em relação às subordinadas, observando-se sempre o disposto no regulamento do fundo[131].

No que tange aos fundos fechados, é facultada a amortização de cotas subordinadas exclusivamente nas hipóteses previstas no regulamento e em conformidade com os critérios nele estabelecidos. Para tanto, deve-se observar a relação mínima entre o patrimônio líquido do fundo e o valor das cotas seniores, a periodicidade para apuração e divulgação aos cotistas dessa relação e os procedimentos aplicáveis na hipótese de inobservância desse fator[132].

Note-se que nos FIDCs não há afetação do patrimônio do fundo a qualquer classe ou série de cotas, com ressalvas para a liquidação do fundo, hipótese em que os titulares de cotas seniores terão o direito de partilhar o patrimônio na proporção dos valores previstos para amortização ou resgate da respectiva série e no limite desses mesmos valores, na data de liquidação, sendo vedado qualquer tipo de preferência, prioridade ou subordinação entre os titulares de cotas seniores[133].

Os administradores dos fundos fechados poderão realizar distribuição simultânea de classes e séries de cotas diferentes, em quantidades e condições preestabelecidas no anúncio de início de distribuição de cotas e no prospecto do fundo[134].

A medida apontada teve por objetivo evitar que se acarretassem novos custos para formalização e publicação dos documentos da oferta, a cada emissão de série de cotas seniores, de acordo com o estabelecido na Minuta do Edital de Audiência Pública[135].

Ademais, a emissão de cotas de diversas classes e séries possibilita maior leque de opções na aplicação de recursos pelos investidores e, ao mesmo tempo, permite que a empresa originadora dos direitos de crédito

capte recursos com condições distintas de prazo, remuneração e amortização.

As cotas do fundo devem ser escriturais, mantidas em conta de depósitos em nome de seus titulares[136]. Essa escrituração é realizada pela administradora, mesmo que não seja autorizada pela CVM para a prestação de serviço de escrituração de valores mobiliários a terceiros.

No tocante ao valor das cotas pertinentes ao fundo aberto, na sua emissão deve-se utilizar o valor da cota em vigor no dia da própria emissão ou do primeiro dia útil subsequente à emissão, e, no que tange às cotas que compõem um fundo fechado, o valor delas poderá contemplar um ágio ou deságio sobre o valor estimado para amortização, desde que, e somente se, tal preço seja aplicado em igualdade de condições a todos os subscritores, e o parâmetro de preço esteja em consonância com os preços praticados pelo mercado organizado[137].

Nelson Eizirik et al. advertem que a avaliação das cotas do FIDC deve ocorrer, no mínimo, mensalmente, conforme metodologia estabelecida no regulamento do fundo, e deve observar, se houver, o valor de mercado dos ativos do FIDC, utilizando critérios passíveis de verificação. Os autores salientam, ainda, que a metodologia deverá considerar aspectos inerentes aos próprios direitos creditórios, como a qualidade de seus devedores e garantidores e as características específicas das operações originadoras (art. 14 da Instrução nº 356/2001)[138].

No tocante à negociação das cotas de FIDC fechado, esta somente podem ser negociadas em mercados regulamentados: (i) quando distribuídas publicamente por meio de oferta registrada na CVM; (ii) quando distribuídas com esforços restritos de distribuição, ao amparo da Instrução nº 476/2009; ou (iii) quando cotas da mesma classe e série já estejam admitidas à negociação em mercados regulamentados[139].

Cada classe de cotas destinada à colocação pública deverá ser classificada por agência classificadora de risco em funcionamento no País[140]. Esse assunto será abordado em subitem próprio, que tratará somente das agências de *rating*.

Por fim, no que tange ao rendimento das cotas dos FIDCs, o administrador deste não pode prometer rendimento predeterminado aos cotistas[141], independentemente da espécie das cotas. Não obstante, grande parte dos FIDCs estabelece uma remuneração indicativa. Santana adverte sobre essa questão:

> Os FIDC não podem prometer rendimento para as cotas de sua emissão, sejam elas de classe sênior ou subordinada. Apesar disso, a maior parte dos fundos estabelece uma remuneração de referência, principalmente, para as cotas seniores. Na verdade, essa remuneração indicativa serve para determinar qual parcela do patrimônio do fundo será, preferencialmente, destinada ao pagamento dos cotistas seniores e qual será destinada aos cotistas subordinados [...][142].

Conclui-se que há uma vasta e protetiva regulação para as cotas dos FIDCs aos investidores, especialmente no que concerne à obrigatoriedade de atribuição do *rating* por agência classificadora de risco, facilitando, portanto, a análise, pelo investidor, da qualidade do valor mobiliário ofertado, e a possibilidade de emissão de diversas séries de cotas seniores, o que propicia maior número de opções na aplicação de recursos pelos investidores.

3.1.5. Assembleia Geral de Condôminos

A assembleia geral de condôminos tem competência privativa para deliberar sobre as seguintes matérias[143]: (i) tomar anualmente as contas do fundo e deliberar sobre as demonstrações financeiras desse; (ii) promover alterações no regulamento do fundo; (iii) realizar a substituição do administrador; (iv) decidir a respeito da elevação da taxa de administração; e (v) promover a incorporação, fusão, cisão ou liquidação do fundo.

Para convocação da assembleia de cotistas, tanto o administrador ou condôminos possuidores de cotas que representem, no mínimo, 5% do valor total das cotas poderão fazê-lo, mediante anúncio publicado nos meios de

publicidade utilizados para a divulgação de informações do fundo ou por meio de carta com aviso de recebimento endereçada a cada condômino, com, no mínimo, 10 dias de antecedência, da qual devem constar dia, hora e local de realização da assembleia e os assuntos a serem deliberados na respectiva assembleia[144], a qual deverá ser realizada na sede do administrador.

Saliente-se que é admitida segunda convocação, hipótese em que a convocação dar-se-á com antecedência de cinco dias.

O quórum de instalação se perfaz com a presença de pelo menos um condômino. No que tange ao quórum de deliberação, exige-se a maioria de cotas dos condôminos presentes, correspondendo a cada cota um voto, com exceção das matérias previstas no primeiro parágrafo deste subitem (“iii” a “v”), para as quais deverão ser deliberadas em primeira convocação pela maioria das cotas emitidas e, em segunda convocação, pela maioria das cotas dos presentes[145].

Somente podem votar na assembleia geral os cotistas do fundo, seus representantes legais ou procuradores legalmente constituídos há menos de um ano. São vedados de votar em assembleia geral o administrador e seus empregados, salvo quando se tratar de fundo destinado apenas a eles[146].

No que concerne à divulgação das decisões da assembleia geral, estas devem ser publicadas aos condôminos no prazo máximo de 30 dias de sua realização.

3.1.6. Riscos Envolvidos nos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios

Em razão da abrangência existente nos FIDCs, a qual enseja flexibilidade e amplitude no rol de possibilidades de estruturação da operação e no número de espécie de direitos creditórios, somado ao fato de essa modalidade de investimento ser recente e complexa, os FIDCs estão sujeitos a diversos tipos de risco. Dentre eles se incluem, mas não se limitam aqueles indicados nos subitens abaixo e os seguintes, (i) risco operacional, relacionado principalmente à cobrança dos recebíveis que integram a carteira do fundo;

(ii) risco estrutural, pertinente às entidades contratadas para prestar os serviços ao fundo; (iii) risco legal; e (iv) risco de mercado. Apresenta-se, a seguir, o detalhamento dos principais riscos relacionados especificamente às operações de FIDC:

a) Risco de Crédito – relaciona-se aos devedores dos direitos de crédito cedidos ao fundo, na hipótese de inadimplemento desses devedores nos pagamentos por eles devidos sob os contratos/títulos que formalizam os direitos creditórios, o que pode ensejar perdas pecuniárias ao fundo, e, por consequência, aos cotistas;

b) Risco de Liquidez dos Recebíveis – por ser uma modalidade de investimento recente, os FIDCs ainda carecem de mercado secundário para os direitos creditórios, podendo acarretar a iliquidez dos referidos direitos creditórios e prejudicar o pagamento de amortização e/ou resgate aos cotistas, e os cotistas terem de aguardar pelo vencimento dos títulos/contratos que os originaram, na ocorrência de uma eventual liquidação antecipada do fundo;

c) Risco de Liquidez no Mercado Secundário das Cotas – pelos motivos expostos no item anterior, a falta de liquidez decorrente da escassa possibilidade de negociação das cotas no mercado secundário prejudica os investidores que pretendem desfazer-se das cotas antes do prazo de encerramento do fundo, relativamente aos fundos fechados;

d) Risco de Descasamento de Taxas de Juros entre Ativo e Passivo – segundo o estudo Anbima, refere-se ao descasamento entre a taxa de juros usada como referencial de rentabilidade do fundo (geralmente pós-fixada) e as prefixadas nos contratos de compra e venda/fornecimento dos direitos creditórios a serem adquiridos pelo fundo, que pode resultar em perda de rentabilidade durante o período de maturação dos créditos[147];

e) Risco de Concentração: diz respeito à concentração das aplicações do fundo em direitos creditórios perante um ou poucos devedores, o que pode vir a gerar um efeito negativo sobre a carteira[148];

f) Risco de *Performance*: pertinente ao descumprimento, pela empresa originadora, das suas obrigações de originar e ceder direitos creditórios ao fundo, a fim de que o percentual de direitos creditórios no fundo seja atendido, durante todo seu prazo de duração, o que pode ensejar a liquidação antecipada do fundo. Note-se que esse tipo de risco somente deverá ser considerado nos FIDCs a performar, ou seja, aqueles em que o fluxo de recebíveis é um fluxo futuro.

3.2. Composição da Carteira dos FIDCs

Os direitos creditórios e títulos representativos de crédito em que os FIDCs aplicam seus recursos são aqueles originários de operações realizadas no segmento financeiro, comercial, industrial imobiliário, de hipotecas, de arrendamento mercantil e de prestação de serviços. O fundo também poderá aplicar seus recursos em *warrants* e em contratos mercantis de compra e venda de produtos, mercadorias e/ou serviços para entrega ou prestação futura, bem como em títulos ou certificados representativos desses contratos, os quais devem contar com garantia de instituição financeira ou de sociedade seguradora[149].

A carteira dos FIDCs deve abranger, no mínimo, 50% de seu patrimônio líquido em direitos creditórios, após 90 dias, contados da data do início de suas atividades, podendo a CVM prorrogar o referido prazo, a seu exclusivo critério, mediante apresentação, pelo administrador, de motivos que justifiquem a prorrogação em comento[150].

Os FIDCs poderão aplicar o remanescente de seu patrimônio líquido em títulos de emissão do Tesouro Nacional, títulos de emissão do Banco Central do Brasil, créditos securitizados pelo Tesouro Nacional, títulos de emissão de Estados e Municípios, certificados e recibos de depósito bancário e demais títulos, valores mobiliários e ativos financeiros de renda fixa, exceto cotas do Fundo de Desenvolvimento Social (FDS)[151].

Saliente-se que os FIDCs podem realizar operações compromissadas, bem como operações em mercados de derivativos, desde que as operações sejam efetuadas em mercados administrados por bolsas de mercadorias e de

futuros, ou em balcão, e que o objetivo seja proteger posições detidas à vista, até o limite dessas[152].

O fundo poderá adquirir direitos creditórios e outros ativos de um mesmo devedor, ou de coobrigação de uma mesma pessoa ou entidade, no limite de 20% de seu patrimônio líquido, ressalvada a vedação de o administrador, gestor, custodiante e consultor especializado ou partes a eles relacionadas cederem ou originarem, direta ou indiretamente, direitos creditórios aos fundos nos quais atuem[153], podendo referido percentual ser elevado quando: (a) o devedor ou coobrigado: (i) tenha registro de companhia aberta; (ii) seja instituição financeira ou equiparada, autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil; ou (iii) seja sociedade empresarial que tenha suas demonstrações financeiras relativas ao exercício social imediatamente anterior à data de constituição do fundo elaboradas em conformidade com o disposto na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e a regulamentação editada pela CVM; e (b) tratar-se de aplicações em títulos públicos federais, operações compromissadas lastreadas nos referidos títulos e em cotas de fundos que possuam como política de investimento a alocação exclusiva nos referidos títulos. As demonstrações referidas no item "iii" mencionado devem ser auditadas por auditor independente registrado na CVM e estar acompanhadas de seu parecer, documentos esses que deverão ser atualizados e arquivados anualmente na CVM, em até três meses após o encerramento do exercício social, ou no mesmo dia de sua colocação à disposição dos sócios da companhia, ou seja, o que ocorrer primeiro[154].

A aludida vedação de o administrador e as demais partes indicadas no parágrafo anterior cederem créditos ao FIDC trouxe muitas manifestações contrárias das entidades do mercado, em face da Audiência Publica nº 05/2012, que ensejou a edição da Instrução CVM nº 531/2013, alegando a Anbima, por exemplo, que essa vedação evitará que grandes conglomerados captem recursos por meio da securitização de recebíveis, além de poder desestimular o mercado secundário de valores mobiliários de renda fixa, prática essa contrária aos seus objetivos, bem como aos da CVM[155].

Todavia, a CVM manteve a referida vedação, visando, com essa medida, inibir a ocorrência de um dos maiores conflitos de interesses existentes em uma securitização – originar para distribuir. Essa decisão demonstra ter sido uma medida razoável e segura, a qual traz ao FIDC uma estrutura bem-delineada no tocante às partes prestadoras de serviços ao FIDC, na medida em que cada qual desempenhará suas próprias funções, sem poder figurar como cedente dos direitos creditórios nos fundos nos quais atue, e totalmente desprovida de conflitos de interesse.

No que tange às sociedades empresariais responsáveis por mais de 20% dos direitos creditórios que integrem o patrimônio do fundo, serão dispensados o arquivamento na CVM e a elaboração de demonstrações financeiras, desde que as cotas do fundo: (i) sejam objeto de oferta pública de distribuição que tenha como público destinatário exclusivamente sociedades integrantes do mesmo grupo econômico das referidas sociedades, e seus respectivos administradores e acionistas controladores, sendo nesta hipótese vedada a negociação das cotas no mercado secundário; ou (ii) tenha valor unitário igual ou superior a R$ 1.000.000,00, e sejam objeto de oferta pública destinada à subscrição por não mais de 50 investidores profissionais devendo ser negociadas no mercado secundário exclusivamente entre investidores profissionais[156].

O limite de aplicação de recursos no FIDC, de 20% do patrimônio líquido do fundo, também se aplica aos originadores dos direitos creditórios decorrentes dos *warrants* e dos contratos mercantis de compra e venda de produtos, mercadorias e/ou serviços para entrega ou prestação futura, caso esses contratos e títulos não sejam garantidos por instituição financeira ou sociedade seguradora.

Por fim, é relevante salientar que a elevação do índice de 20% do limite de concentração por recebíveis mencionada há pouco não se aplica aos ativos de emissão ou coobrigação do administrador e do gestor e de partes a eles relacionadas, para os quais esse percentual deverá ser observado[157].

O FIDC admite estruturações diversas que atendam a uma série de segmentos, tendo como cedentes, indústrias, empresas comerciais,

incorporadoras, bancos, financeiras, entre outros; e como recebíveis, diversas espécies de títulos de crédito, dentre os quais se destacam a duplicata, a cédula de crédito bancário, os cartões de crédito, os contratos de compra e venda e de locação de imóvel, os contratos de empréstimo com consumidor, em especial o Crédito Direto ao Consumidor (CDC) – dentre estes, o empréstimo para financiamento de veículos e crédito pessoal – e os empréstimos consignados, cujo pagamento é efetuado mediante desconto na folha de pagamento.

O Quadro 3.1, a seguir, exibe a classificação das espécies de FIDCs atribuída pela Anbima.

Quadro 3.1. – Classificação das espécies de FIDCs

Classificação	Descrição
FIDC Fomento Mercantil	Investem em carteiras de recebíveis pulverizada (direitos ou títulos), originadas e vendidas por diversos cedentes que antecipam recursos através da venda de duplicatas, notas promissórias, cheques e quaisquer outros títulos passíveis de cessão e transferência de titularidade. Enquadram-se nesta categoria os fundos utilizados como veículo no fornecimento de recursos ou antecipação de receitas para pessoas físicas e jurídicas por intermédio de firmas de assessoria financeira, cooperativas de crédito, fomento mercantil e *factoring*.
FIDC Financeiro	Congrega os FIDCs que tenham nas carteiras recebíveis dos seguintes setores de atuação: Crédito Imobiliário, Crédito Consignado, Crédito Pessoal, Financiamento de Veículos e Multicarteira Financeiro.
FIDC Agro, Indústria e Comércio	Congrega os FIDCs que tenham nas carteiras recebíveis dos seguintes setores de atuação: Infraestrutura, Recebíveis Comerciais, Crédito Corporativo, Agronegócio e Multicarteira Agro, Indústria e Comércio.
FIDC Outros	Congrega os FIDCs que tenham nas carteiras recebíveis dos seguintes setores de atuação: Recuperação (*Non Performing Loans*), Poder Público e Multicarteira Outros.

Fonte: ANBIMA. Disponível em: http://portal.anbima.com.br/fundos-de-investimento/regulacao/codigo-de-fundos-de-investimento/Documents/DeliberacaoN58-Diretrizes-para-Classificacao-de-Fundos-de-Investimento.pdf Acesso em: 28 jun. 2015.

Apesar de a diversidade de segmentos que podem integrar a carteira de direitos creditórios ser considerada positiva do ponto de vista das empresas

cedentes, haja vista o fato de que todas elas cujos segmentos se enquadrem nas atividades ora descritas poderão participar de uma operação de FIDC, para o investidor torna-se uma situação complexa na medida em que não existe uma padronização dos contratos que formalizarão os direitos creditórios e a estrutura da operação em si (contrato de cessão de direitos creditórios ao fundo etc.).

O estudo FIDC/Anbima[158] menciona que a escolha dos direitos de crédito cedidos ao fundo leva em consideração, além de suas características básicas, os eventuais riscos relativos ao cedente, como o de continuidade, atrelado à capacidade de originar novos recebíveis principalmente nas estruturas com créditos revolventes; ou de *performance*, relacionado a eventuais problemas com a entrega do produto, seja por atraso, por defeitos ou por conter especificações diferentes do pedido.

Ainda em conformidade com o aludido estudo, também são observados os critérios de elegibilidade definidos no regulamento e na política de investimento do fundo[159], que estabelecem os limites para aceitação dos recebíveis, no que se refere a prazos (máximos e mínimos), adimplência dos sacados, mediante a checagem nos órgãos competentes, concentração por sacado ou por segmento econômico, entre outras exigências.

Não obstante, o referido estudo conclui que o acompanhamento histórico dos pagamentos relativos aos recebíveis é apontado como um dos melhores indicadores para a avaliação do desempenho futuro de uma carteira de recebíveis.

Note que a CVM segregou, por meio da edição da Instrução CVM nº 531/2013, a definição de critérios de elegibilidade dos direitos creditórios, a saber, aqueles cujos atributos possam ser validados única e exclusivamente pelo custodiante e a partir de informações detidas ou sob o controle do custodiante ou passíveis de verificação, pelo custodiante, por meio de esforços razoáveis, das condições da cessão, que são aquelas condições negociais convencionadas entre o administrador e o cedente, cuja responsabilidade pela verificação é do administrador, do consultor especializado ou do próprio cedente[160].

Os ativos financeiros e os direitos creditórios integrantes da carteira do fundo devem ser necessariamente apurados de acordo com o valor de mercado, quando houver[161].

Os administradores de fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC), de fundos de investimento em direitos creditórios no âmbito do Programa de Incentivo à Implementação de Projetos de Interesse Social (FIDC-PIPS) e de fundos de investimento em direitos creditórios não padronizados (FIDC-NP) estão obrigados, sob pena de pagamento de multa diária de R$ 200,00 a partir de: (i) abril/junho de 2013, relativamente aos direitos creditórios do segmento financeiro; (ii) julho/setembro de 2013, relativamente aos direitos creditórios do segmento comercial; e (iii) outubro de 2013, relativamente aos demais segmentos a enviar ao Sistema de Informações de Créditos (SCR) do Banco Central do Brasil documento contendo os dados individualizados de risco de crédito referentes a cada operação de crédito, conforme modelos disponíveis na página do Banco Central do Brasil na rede mundial de computadores, mensalmente, até o décimo dia útil após o encerramento do mês a que se referirem. Esses administradores deverão manter à disposição da CVM, pelo prazo de cinco anos, ou durante prazo superior por determinação expressa da CVM, em caso de processo administrativo, os demonstrativos da conciliação mensal dos dados constantes dos documentos contábeis e das informações remetidas ao SCR[162].

3.3. Fundo Aberto e Fundo Fechado

Os FIDCs podem ser constituídos na forma de condomínio aberto ou condomínio fechado.

A distinção primordial entre fundo aberto e fundo fechado refere-se ao fato de o primeiro admitir o resgate das cotas a qualquer tempo, mediante a solicitação do cotista nesse sentido, observadas as condições estabelecidas no seu regulamento, ao passo que o segundo admite o resgate somente ao término do prazo do fundo, ao final de cada série/classe de cotas, ou na sua

liquidação, admitindo, ainda, a amortização de cotas por disposição do regulamento ou por decisão da assembleia geral de cotistas[163].

Ainda de acordo com abordagem de Eizirik et al.[164], na hipótese de fundo fechado, é permitida a amortização das cotas, ou seja, o pagamento aos cotistas da parcela do valor de suas cotas, sem redução do número de cotas (inc. VI do art. 2º da Instrução CVM nº 356/2001).

No tocante à negociação das cotas de FIDC fechado, elas somente podem ser negociadas em mercados regulamentados quando distribuídas publicamente por meio de oferta registrada na CVM, quando distribuídas com esforços restritos, observados os termos da Instrução CVM 476, ou quando cotas da mesma classe e série já estejam admitidas à negociação em mercados regulamentados, estando os intermediários obrigados a assegurar que a aquisição de cotas somente seja feita por investidores qualificados[165].

Todavia, a distribuição de cotas de fundo aberto independe de prévio registro na CVM e será realizada por instituições intermediárias que fazem parte do sistema de distribuição de valores mobiliários, salvo se o prazo de carência para resgate de cotas e/ou o prazo para pagamento do valor de resgate das cotas for superior a 30 dias, hipóteses em que será necessário o prévio registro da distribuição das cotas na CVM[166].

Com relação ao prazo dessas duas espécies de fundos, os FIDCs constituídos na forma de condomínio aberto, em geral, têm prazo indeterminado, com raríssimas exceções, ao passo que os prazos dos fundos fechados são em sua grande maioria determinados, os quais estão definidos em regulamento[167].

A CVM poderá determinar a liquidação do fundo nas seguintes hipóteses: (i) com relação ao fundo aberto, quando não tiver alcançado, no prazo de 90 dias a contar da data do protocolo na CVM dos documentos necessários para o registro do fundo perante essa autarquia, o patrimônio líquido médio de R$ 500.000,00; (ii) no tocante ao fundo fechado, quando, no prazo de 180 dias, contados da data da publicação do anúncio de início de distribuição, não for subscrita a totalidade das cotas representativas do seu patrimônio inicial; (iii) tanto com relação ao fundo aberto quanto ao

fundo fechado, na hipótese de o fundo manter patrimônio líquido médio inferior a R$ 500.000,00, pelo período de três meses consecutivos[168].

3.4. Participantes da Operação – Principais Obrigações com as Alterações Trazidas pela Instrução CVM n º 531/2013

A estrutura operacional de um FIDC depende da atuação de diversos prestadores de serviços, aos quais é atribuída uma série de regras e obrigações primordiais para a boa estruturação e funcionamento de um FIDC.

A atuação de vários participantes nos FIDCs torna mais transparente a operação, propiciando aumento da segurança por parte dos investidores. Entretanto, para cumprir o propósito de aperfeiçoar os controles das atividades desempenhadas pelo administrador e pelo custodiante, tornar mais claras e definidas as responsabilidades e atribuições de todos os prestadores de serviços contratados para os FIDCs, mitigar estruturas que possam ensejar a ocorrência de conflitos de interesse e, dessa maneira, fortalecer a boa governança dos FIDCs, a CVM editou, em 6 de fevereiro de 2013, a Instrução CVM nº 531, alterando, portanto, algumas disposições da Instrução CVM nº 356/2001, conforme será abordado neste subitem e ao longo do presente trabalho.

A seguir é exposto o entendimento da CVM acerca da edição da Instrução CVM nº 531:

> A CVM entende que, com as alterações propostas pela Minuta, o leque de prestadores de serviços envolvidos na estruturação e na administração/gestão dos FIDC e o escopo de atuação de cada um deles atenderão ao objetivo proposto de conferir uma maior segregação de funções que iniba o desalinhamento de interesses entre os participantes do fundo, respeitando-se, tanto quanto possível, a especialização do papel de cada prestador de serviço[169].

As regras e obrigações atribuídas aos prestadores de serviços são descritas a seguir.

3.4.1. Estruturador

A empresa/instituição financeira estruturadora é contratada pela originadora para auxiliá-la na seleção dos recebíveis que integrarão a carteira do fundo, na estruturação da operação, na contratação dos demais participantes da operação e na análise dos impactos estruturais, econômicos e contábeis decorrentes da realização da operação.

3.4.2. Escritório de Advocacia

Os escritórios de advocacia atuam fortemente no assessoramento jurídico necessário no processo de estruturação jurídica de um FIDC, desde o início da operação, que compreende a fase de constituição do fundo, elaboração e revisão dos contratos e dos documentos que compõem a oferta, até a fase do registro da oferta perante a CVM e/ou Cetip, nas ofertas das cotas dos FIDCs fechados realizadas com esforços restritos de distribuição, dos aludidos documentos e de exigências feitas pela CVM e/ou pela própria Cetip.

O escritório de advocacia é responsável pela elaboração e análise de todos os documentos pertinentes à operação, como o instrumento de constituição do FIDC, o regulamento, o prospecto, o contrato de cessão e os documentos relativos à oferta (anúncio de início, de encerramento, dentre outros), conforme o caso, os contratos de constituição de garantias, de prestação de serviços relacionados ao FIDC, pela verificação de que os aludidos documentos estão de acordo com os normativos da CVM em vigor e que os signatários dos contratos têm poderes para representar as partes contratantes, por meio da emissão de um parecer legal ao final da formalização e assinatura de tais documentos.

Um exemplo nítido da necessidade da participação do advogado na estruturação de um FIDC é a exigência de apresentação para registro na

CVM de parecer legal acerca da validade jurídica e da constituição das cessões de crédito, para os FIDCs não padronizados, em conformidade com o disposto no art. 7º, § 1º, da Instrução CVM nº 444/2006.

3.4.3. Administrador da Carteira

Para regular a constituição de um FIDC, deverá ser contratado e eleito um administrador responsável por todos os atos praticados pela administração do fundo e pela prestação de informação aos cotistas, o qual deverá estar identificado no regulamento do fundo.

O administrador é considerado o representante legal do FIDC para assunção de obrigações e para o exercício de direitos atribuídos ao fundo.

A administração do fundo pode ser exercida por banco múltiplo, por banco comercial, pela Caixa Econômica Federal, por banco de investimento, por sociedade de crédito, financiamento e investimento, por sociedade corretora de títulos e valores mobiliários ou por sociedade distribuidora de títulos e valores mobiliários[170].

Para o desempenho de suas funções, o administrador deverá ser registrado e habilitado na CVM, bem como satisfazer às exigências impostas pela CVM para o desempenho dessas atribuições[171].

O administrador[172] desempenha, entre outras funções pelas quais é responsável, a tarefa de divulgação aos investidores e ao órgão regulador das informações relativas ao fundo, dentre as quais se incluem, mas não se limitam, divulgar aos investidores o valor do patrimônio líquido do fundo, o valor da cota, as rentabilidades acumuladas no mês e os relatórios das agências de classificação de risco. Cabe também ao administrador fiscalizar o cumprimento das obrigações assumidas por terceiros contratados pelo fundo.

A edição da Instrução CVM nº 531 trouxe novas atribuições aos administradores do FIDC, em consonância com os objetivos da CVM, quais sejam, reforçar as responsabilidades do administrador, a fim de tornar mais segura a estrutura do FIDC, e obrigá-lo a diligenciar o cumprimento de

obrigações assumidas pela instituição responsável por: (i) observar os critérios de elegibilidade para aceitação dos direitos creditórios e validar os direitos creditórios em relação às condições de cessão estabelecidas no regulamento do fundo, e (ii) cobrar e receber, em nome do fundo, direitos creditórios inadimplidos, mediante a criação de regras e procedimentos adequados, por escrito e passíveis de verificação, que permitam ao administrador realizar a diligência em questão, funções essas normalmente desempenhadas pelo consultor especializado, gestor, custodiante e agente de cobrança. Esses procedimentos e regras deverão constar do prospecto da oferta das cotas do fundo, dos contratos de prestação de serviços e ser disponibilizados e mantidos atualizados na página do administrador do fundo na rede mundial de computadores[173].

Salienta-se que, conforme entendimento da CVM, as regras e procedimentos de que trata o parágrafo anterior deste estudo deverão ser implementadas, a fim de permitir que o investidor possa avaliar a consistência dos procedimentos e que a CVM possa supervisioná-los. Entretanto, a CVM não definiu qual será o conteúdo dessas regras e procedimentos por entender que eles são heterogêneos e variam conforme as peculiaridades da estrutura de cada operação e dos respectivos direitos creditórios[174].

Outra obrigação do administrador trazida pela Instrução CVM nº 531/2013 diz respeito ao fornecimento de informações relativas aos direitos creditórios adquiridos ao Sistema de Informações de Créditos do Banco Central do Brasil (SCR), conforme já abordado no subitem 3.2 Composição da Carteira dos FIDCs[175].

Outro ponto a ser salientado e atendendo à demanda generalizada dos participantes que comentaram a proposta constante do Edital de Audiência Pública SDM nº 05/12 a esse respeito, a CVM, mediante a edição da Instrução CVM nº 531/2013, possibilitou que o administrador do FIDC e o custodiante integrem o mesmo grupo econômico – o que divergiu da proposta da CVM submetida à audiência pública –, contanto que haja total segregação das suas atividades, nos termos da Instrução CVM nº 306, de 5

de maio de 1999, e amparada nas regras e controles internos (*chinese wall*) trazidas pela aludida Instrução, a qual dispõe sobre a administração de carteira de valores mobiliários, além de evitar um custo adicional relevante ao fundo e aos cotistas que a contratação de dois prestadores de serviços integrantes de grupos econômicos distintos traria[176].

Dentre os óbices à vedação de que o administrador e custodiante integrem o mesmo grupo econômico apresentados pelos participantes de que trata o parágrafo anterior deste estudo encontram-se a descrença nas atuais regras para o exercício das atividades de administração, gestão e custódia (*chinese wall*), por entender-se que tal vedação traria elevados custos com o desenvolvimento de sistemas de informação entre os prestadores de serviços e com a contratação de diferentes conglomerados financeiros para atuarem na mesma operação, além de acarretar um aumento do risco operacional decorrente da maior circulação de informações e documentos entre as instituições.

Portanto, entende-se que a flexibilização da CVM, ao permitir que o administrador e o gestor integrem o mesmo grupo econômico, possibilitará uma segurança operacional, na medida em que todas as informações atinentes ao fundo não serão divulgadas a entidades integrantes de grupos econômicos distintos e possibilitará um crescimento na indústria de securitização, ao propiciar maior competitividade entre os prestadores de serviços a serem contratados para o fundo.

Por fim, vale ressaltar que a instituição administradora poderá, sem prejuízo de sua responsabilidade e do diretor ou sócio-gerente designado, mediante deliberação da assembleia geral de condôminos ou desde que previsto no regulamento do fundo, contratar serviços de: (i) consultoria especializada, conforme será abordado adiante; (ii) gestão da carteira do fundo com terceiros autorizados pela CVM; (iii) custódia; e (iv) agente de cobrança, para cobrar e receber, em nome do fundo, direitos creditórios inadimplidos, observado que os recursos oriundos da aludida cobrança deverão ser depositados em conta de titularidade do fundo ou conta especial mantida junto a instituições financeiras, sob contrato, *escrow account*[177].

É oportuno salientar que o administrador está investido nos poderes de exercício de todos os direitos inerentes aos recebíveis integrantes da carteira do fundo.

Conforme interpretação de José Alexandre de Freitas[178], no tocante aos direitos e deveres do administrador do fundo, o administrador de FIDC deve ser nomeado no regulamento do fundo, o qual igualmente deverá dispor sobre os seus direitos, deveres, bem como definir hipóteses e condições de sua substituição. Ainda segundo Freitas, entre os direitos do administrador encontra-se o de perceber a sua remuneração, denominada "Taxa de Administração", e de agir por conta e ordem do fundo, determinando a aquisição ou a venda de ativos, ou o pagamento de amortização ou resgate de cotas, e, sempre que entender necessário, convocar assembleia do titular das cotas.

O administrador do fundo deverá designar diretor ou sócio-gerente da instituição administradora, nos termos da regulamentação vigente, para responder, civil e criminalmente, pela gestão, supervisão e acompanhamento do fundo, bem como pela prestação de informações relativas a este[179].

Será defeso ao administrador prestar qualquer espécie de garantia pessoal ou coobrigar-se nas operações realizadas pelo fundo, bem como utilizar ativos de sua titularidade como garantia das aludidas operações. Não lhe será permitido também realizar aportes de recursos no fundo, de forma direta ou indireta, a qualquer título, ressalvada a hipótese de aquisição de cotas deste, sendo tais vedações estendidas às empresas integrantes de seu grupo econômico (empresa controladora, controlada – direta ou indiretamente –, coligadas ou sob controle comum) e às pessoas físicas controladoras do administrador[180].

O administrador, mediante aviso prévio nos jornais e/ou meios de publicidade utilizados para a divulgação de informações do fundo ou mediante carta com aviso de recebimento endereçada a cada condômino, poderá renunciar à administração do fundo, desde que convoque, no mesmo

ato, assembleia geral para decidir sobre sua substituição ou sobre a liquidação do fundo[181].

O administrador deverá prestar as seguintes informações à CVM, em até 10 dias após a respectiva ocorrência: data da primeira integralização de cotas do fundo, e da data do encerramento de cada distribuição de cotas, em se tratando de fundo fechado[182].

3.4.3.1. Administrador *Versus* Gestor do Fundo

Em determinados FIDCs, há a atuação de duas pessoas jurídicas diversas: uma contratada para desempenhar as atividades de administração e a outra para desempenhar as atividades de gestão do fundo.

Compete ao administrador o exercício da administração "corporativa" do fundo, exercício esse entendido como ter a responsabilidade pela intermediação entre o fundo e os cotistas, bem como entre o fundo e a CVM, no que concerne ao envio de informações e relatórios a essa autarquia, ao atendimento de exigências feitas por ela, bem como naquilo atinente à função de relacionamento e fiscalização dos terceiros prestadores de serviços contratados pelo fundo, mediante a manutenção das regras e controles internos desenvolvidos pelo administrador, a fim de que este possa diligenciar o cumprimento das obrigações assumidas pelos aludidos prestadores, conforme já abordado no subitem anterior.

Saliente-se que, por outra via, o gestor do fundo fica com a incumbência de selecionar os direitos creditórios que integrarão a carteira do fundo, objetivando sempre a alta pulverização destes e o baixo índice de inadimplência – sempre respeitando a política de investimento e as condições da cessão[183] – e de precificar os aludidos ativos. Por força dessas incumbências, em geral os recursos recebidos pelo pagamento da taxa de administração são destinados ao gestor e não ao administrador.

3.4.3.2. Consultor Especializado

O consultor especializado é responsável por auxiliar o gestor e/ou o administrador a analisar e selecionar os direitos creditórios que integrarão a

carteira do fundo[184].

A definição da função do consultor especializada foi trazida pela Instrução CVM nº 531/2013 e buscou torná-la subsidiária e auxiliar às funções desempenhadas pelo administrador e pelo gestor, conforme manifestação da CVM a seguir:

Cabe dizer que o novo escopo de atuação do consultor especializado trouxe mais clareza ao caráter auxiliar que dele se espera, dirimindo as dúvidas anteriormente suscitadas acerca de uma eventual sobreposição de funções entre ele e o administrador ou gestor na seleção discricionária de ativos. Dessa forma, buscou-se inibir uma concentração danosa de papéis que o consultor especializado desempenhava em alguns FIDC[185].

Ademais, o consultor especializado poderá exercer as atividades de agente de cobrança e de instituição responsável pela validação das condições de cessão dos direitos creditórios ao fundo[186].

Conclui-se, pois, que a definição de que uma terceira instituição, dotada de conhecimento técnico, poderá ser contratada para auxiliar na seleção dos direitos de crédito que integrarão o patrimônio do fundo eliminou a possibilidade de o próprio cedente exercer essa função, o que ocorria em face de a regulamentação anterior não dispor expressamente sobre qual instituição deveria desempenhar referida função.

3.4.4. Custodiante

Os direitos creditórios devem ser custodiados por instituição credenciada pela CVM, a qual é responsável, dentre outras atribuições, pela análise e validação dos direitos creditórios em relação aos critérios de elegibilidade e dos contratos e/ou dos títulos que consubstanciam e formalizam os recebíveis, pela guarda e custódia dos referidos contratos – hipótese em que o custodiante deverá observar as regras atinentes a um contrato de depósito, nos termos do art. 627 e seguintes do Código Civil Brasileiro e aquelas constantes da Instrução de CVM nº 542/2013 – pela cobrança dos recebíveis e recebimento dos recursos decorrentes dos pagamentos destes, do resgate dos títulos que integram o patrimônio do fundo e/ou qualquer

recurso destinado ao fundo, os quais deverão ser depositados em conta de titularidade do fundo ou em conta instituída perante as instituições financeiras por intermédio de contrato (*escrow account*), a fim de evitar uma contaminação com recursos advindos de outra destinação ou uma apropriação indevida desses recursos pelo cedente, caso tais recursos transitassem pela conta do cedente[187].

No tocante à validação, pelo custodiante, dos direitos creditórios em relação aos critérios de elegibilidade, função essa que não poderá ser delegada a terceiros, bem como a verificação inicial da documentação que evidencia o lastro dos direitos creditórios, a Instrução CVM nº 531 de 2013 permitiu que essa verificação seja feita *a posteriori*, desde que fique avençado no regulamento do fundo o prazo de sua realização. Ainda, o prazo estabelecido deve ser compatível com a natureza e as características dos direitos creditórios e ser o mais próximo possível da data de ingresso do direito creditório no fundo, conforme entendimento da CVM transcrito a seguir:

> Por outro lado, a previsão de que tal prazo deva: i) constar do regulamento; e ii) ser compatível com a natureza e características dos direitos creditórios, tal como proposto pela ANBIMA para o inciso II; e iii) ser o mais próximo possível da data de ingresso do direito creditório no fundo garante a desejável transparência ao prazo a ser observado e concilia os prazos para validação e verificação, que podem ser distintos, com as características dos direitos creditórios da carteira do fundo e com a celeridade esperada para sua execução[188].

No que tange à nova verificação do lastro dos direitos creditórios pelo custodiante ao longo da vigência do fundo, a fim de prover o investidor de uma segurança, de forma a permitirem a não entrada ou a imediata substituição de lastros irregulares, foi estabelecido que tal verificação deverá ser feita trimestralmente, permitindo, por consequência, a

verificação das movimentações dos direitos creditórios realizadas no trimestre anterior, sobretudo dos créditos inadimplidos e substituídos.

O custodiante, para o satisfatório desempenho de suas funções, deverá possuir um sistema de cobrança ou sistema desenvolvido com esse fim, dotado da tecnologia e complexidade suficientes para a verificação do cumprimento dos critérios de elegibilidade para aceitação dos direitos creditórios estabelecidos no regulamento do fundo.

Há a possibilidade de o custodiante realizar a análise dos contratos que deram origem aos recebíveis por amostragem em fundos em que haja significativa quantidade de créditos cedidos e expressiva diversificação de devedores, devendo, contudo, constar do regulamento uma autorização para que a análise seja realizada dessa forma, hipótese em que deverá haver no regulamento e no prospecto a especificação dos parâmetros relativos à diversificação de devedores, quantidade e valor médio dos créditos, a serem observados para esse fim[189].

Caso se opte pela análise por amostragem, o diretor-sócio-gerente nomeado pelo administrador do fundo deverá emitir a cada trimestre um relatório detalhando os procedimentos de verificação de lastro por amostragem adotados pelo custodiante, incluindo a metodologia para seleção da amostra verificada no período, se for o caso, e os resultados da verificação do lastro por amostragem ou não, realizada pelo custodiante, explicitando, dentre o universo analisado, a quantidade e a relevância dos créditos inexistentes porventura encontrados, realizada nos três meses anteriores[190].

Se o reduzido valor médio dos direitos creditórios não justificar a realização de verificação do lastro por amostragem pelo custodiante, o regulamento do fundo poderá eximir o custodiante de tal responsabilidade. Contudo, nesta hipótese, não será concedido o registro automático do fundo perante a CVM, devendo ser observado o prazo de 20 (vinte) dias úteis, contados do protocolo junto à CVM dos documentos que instruem o registro do fundo[191].

É coerente a CVM não permitir o registro automático quando o custodiante ficar isento da análise dos lastros, haja vista que, nesta hipótese, a CVM deverá analisar com maior cautela a estrutura dos FIDCs, a fim de propiciar uma maior segurança aos investidores.

Quanto à subcontratação das funções do custodiante, esse somente poderá contratar prestadores de serviço para a verificação dos contratos que compõem o lastro dos direitos creditórios e para guarda da documentação relativa aos direitos creditórios, sem prejuízo de sua responsabilidade por quaisquer descumprimento dos aludidos prestadores[192]. Todavia, os aludidos prestadores não poderão ser o originador, o cedente, o consultor especializado ou o gestor e/ou partes relacionadas, definidas pelas regras contábeis que tratam desse assunto, medida essa que visa mitigar o potencial conflito de interesse que poderia existir caso o cedente exercesse a função da guarda dos documentos que integram o lastro dos direitos creditórios e/ou de analisar o lastro, já que a cedente é quem origina e cede os créditos, bem como a concentração indevida de funções por um mesmo participante[193].

Caso o custodiante do fundo subcontrate suas funções passíveis de subcontratação, este deve possuir regras e procedimentos adequados, por escrito e passíveis de verificação, para permitir o seu efetivo controle sobre a movimentação da documentação relativa aos direitos creditórios e demais ativos integrantes da carteira do fundo sob a guarda do prestador de serviço contratado; e diligenciar o cumprimento, pelo prestador de serviço contratado, quanto à verificação do lastro dos direitos creditórios e quanto à guarda dos documentos que integram o referido lastro[194].

É oportuno ressaltar que as regras e os procedimentos descritos há pouco deverão constar do prospecto da oferta do fundo e do contrato de prestação de serviços, bem como serem disponibilizados e mantidos atualizados na página do administrador do fundo na rede mundial de computadores[195].

Portanto, nota-se que a Instrução CVM nº 531/2013 trouxe severas obrigações ao custodiante do fundo, em especial aquelas atinentes a diligenciar e fiscalizar o cumprimento de obrigações assumidas por

terceiros por ele contratados; com isso, adotou medidas que decerto mitigarão a ocorrência de conflitos de interesse e fortalecerão a segurança estrutural e operacional desse meio de securitização.

3.4.5. Agência de Classificação de Risco (Agência de *Rating*)

Pedro Luiz Gazoni e Juan Mollein[196], em abordagem a respeito dos *ratings*, destacam que estes permitem aos investidores mensurar o risco de crédito de diferentes títulos de forma rápida e precisa, possibilitam o aumento do número de investidores em uma empresa, ampliando seu acesso tanto ao mercado de capitais doméstico quanto ao internacional. Os autores asseveram que, em face da complexidade das estruturas das operações de securitização, sem os *ratings*, as cotas provenientes de uma operação desse tipo tendem a ser mais difíceis de serem colocadas, haja vista a grande complexidade da análise dos documentos que formalizam uma operação de securitização pelo investidor.

Tanto o FIDC, os direitos creditórios integrantes da carteira do fundo, como as classes ou séries de cotas, destinadas à colocação pública, ressalvadas as hipóteses previstas no parágrafo a seguir, deverão ser avaliados por agência de classificação de risco (*rating*) em funcionamento no País[197]. Essa avaliação deverá ser atualizada, no mínimo, a cada trimestre, com o objetivo de verificar se o *rating* continua ou não refletindo a *performance* e a estrutura da operação[198].

Será dispensada a classificação das classes ou séries de cotas por agência classificadora de risco nas ofertas públicas de distribuição de cotas em que: (i) as cotas ou série de cotas emitidas pelo fundo sejam destinadas a um único cotista, ou grupo de cotistas vinculados por interesse único; (ii) o cotista, ou grupo de cotistas vinculado por interesse único, declare ter pleno conhecimento dos riscos envolvidos na operação de FIDC, inclusive da possibilidade de perda total do capital investido, e da ausência de classificação de risco das cotas subscritas; e desde que (iii) seja estabelecido no regulamento do fundo que, na hipótese de sua posterior modificação, visando permitir a transferência ou negociação das cotas no mercado

secundário, será obrigado o prévio registro na CVM, com a consequente apresentação do relatório de classificação de risco até então dispensado[199].

A análise feita pela agência de *rating* engloba, dentre outros aspectos, o exame: (i) dos riscos legais e operacionais envolvidos; (ii) da solidez financeira do originador – quando há coobrigação deste na cessão dos direitos creditórios ao fundo ou quando tratar-se de recebíveis a performar; (iii) da espécie de ativo que representa os recebíveis, ou seja, a qualidade da carteira de recebíveis securitizada; (iv) do modo de cobrança destes, uma vez que um eficiente controle de pagamentos garante a pontualidade nos recebimentos; (v) da análise histórica dos pagamentos efetuados pelos devedores dos recebíveis nos últimos anos; (vi) da solidez financeira da instituição financeira responsável pela cobrança dos recebíveis, bem como dos demais agentes intermediários, prestadores de serviços ao fundo; (vii) dos reforços de crédito, tais como o *spread* excedente, ou seja, a diferença entre a remuneração a ser recebida pelo ativo lastro e a remuneração a ser paga pelo emissor; (viii) da estrutura jurídica da operação; e (ix) do impacto da ausência de verificação de lastro pelo custodiante, quando for o caso, na classificação concedida.

O resultado da avaliação mencionada no parágrafo anterior deverá ser divulgado ao investidor, quando este ingressar no referido investimento, bem como deve constar do material de divulgação distribuído aos cotistas.

De acordo com notícia veiculada pelo jornal *Valor Econômico* em 12 de setembro de 2011, o Fundo de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) Multisetorial Silverado Maximum teve seu *rating* rebaixado pela Austin. O rebaixamento deu-se em face do desenquadramento em relação ao limite mínimo de alocação em direitos creditórios entre março e junho, fazendo que a taxa média de retorno do portfólio fosse inferior à rentabilidade alvo das cotas seniores e das subordinadas mezanino. A avaliação das cotas seniores do FIDC Silverado foi reduzida de “AA” para “AA-”[200].

Nota-se, pois, com base no exposto, que as agências de *rating* observam de modo criterioso os requisitos legais para constituição dos FIDCs, e, em caso de não atendimento destes, poderá haver um rebaixamento do *rating*

originalmente atribuído. Da mesma forma, caso haja fortes mecanismos de reforço de crédito nos FIDCs, as agências levarão em conta esse fator de maneira a atribuir uma classificação boa para os FIDCs e suas cotas.

3.4.6. Auditor Independente

O auditor independente precisa estar habilitado e registrado na CVM para o exercício de suas funções.

Dentre outras atribuições, a auditoria deve analisar a qualidade dos direitos creditórios objeto da carteira do FIDC, não podendo assegurar a mitigação dos riscos a eles inerentes, analisar e auditar as demonstrações financeiras do FIDC[201], recalcular os impostos incidentes sobre os FIDCs, emitir opinião sobre as demonstrações financeiras do FIDC quando de sua incorporação, fusão, cisão, encerramento das atividades ou transferência de instituição administradora[202], examinar o critério de amortização, emissão e resgate das cotas, verificar o cumprimento dos limites mínimo e máximo para aplicação em direitos creditórios e em títulos de natureza diversa, bem como recalcular as despesas contabilizadas no fundo.

Ao final de seu trabalho, o auditor independente emitirá parecer acerca das demonstrações financeiras e fará relatórios periódicos a serem entregues ao administrador do fundo.

Sobre a análise das demonstrações contábeis, Eliardo Araújo Lopes Vieira argumenta[203]:

> Não obstante, a auditoria das Demonstrações Contábeis em Fundos de Investimento em Direitos Creditórios deve focar suas atenções na evolução da cota, nas aplicações financeiras, nos títulos e valores mobiliários, nas relações financeiras, incluindo disponibilidades e possíveis tomadas de recursos, nas obrigações e relações jurídicas cíveis e tributárias e nas disposições legais e regulamentares.

Passa-se à análise dos FIDCs padronizados e não padronizados.

3.5. FIDCs Padronizados e Não Padronizados

Com a edição, pela CVM, das Instruções nºs 442/2006 e 444/2006 foram instituídos os FIDCs padronizados e não padronizados. Os FIDCs padronizados permanecem regulados pela Instrução CVM nº 356, ao passo que os não padronizados passaram a ser regulados tanto pela referida Instrução como pela Instrução CVM nº 444.

No tocante ao registro do FIDC padronizado, este é concedido pela CVM no prazo de até cinco dias úteis, contados da data do protocolo na CVM dos documentos elencados no § 1º do art. 8º da Instrução CVM nº 356. Ressalvam-se, nesse caso, os fundos que aplicam em *warrants* e em contratos mercantis de compra e venda de produtos, mercadorias e/ou serviços para entrega ou prestação futura, salvo se tiverem garantia de instituição financeira ou de sociedade seguradora, os fundos nos quais o custodiante não tenha a obrigação de analisar o lastro que compõe os direitos creditórios por amostragem, e, nessa hipótese, o regulamento do fundo deverá conter previsão eximindo o custodiante de proceder com tal análise, e nos fundos que realizam aplicações em direitos creditórios cedidos ou originados por empresas controladas pelo poder público[204].

No que se refere às exceções mencionadas no parágrafo anterior, aplica-se o prazo de 20 dias úteis, contados da data do protocolo dos documentos que instruem a oferta na CVM, para que esta se manifeste sobre o respectivo pedido de registro de oferta pública das cotas dos FIDCs, caso contrário, o referido pedido será automaticamente obtido se não houver manifestação da CVM nesse prazo[205].

FIDCs não padronizados, denominados “FIDCs-NP”, são aqueles cuja política de investimento permita a aplicação, em qualquer percentual de seu patrimônio líquido, em direitos creditórios: (i) que estejam vencidos no momento de sua cessão para o fundo; (ii) decorrentes de receitas públicas originárias da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, bem como de suas autarquias e fundações; (iii) que resultem de ações judiciais em trâmite, sejam objeto de litígio, ou tenham sido judicialmente

penhorados ou dados em garantia; (iv) cuja constituição ou validade jurídica da cessão para o FIDC seja considerada um fator de risco; (v) de titularidade de empresas em processo de recuperação judicial ou extrajudicial; (vi) cuja existência é futura e em montante desconhecido, desde que oriundos de relações jurídicas já constituídas e formalizadas; (vii) não elencados no disposto no inc. I do art. 2º da Instrução CVM nº 356, de 17 de dezembro de 2001; (viii) no FIDC cuja carteira de direitos creditórios tenha seu rendimento exposto a ativos que não os direitos creditórios cedidos ao fundo, tais como derivativos de crédito, quando não utilizados para proteção ou mitigação de risco; e (ix) no fundo de investimento em cotas de FIDC que realize aplicações em cotas de FIDC não padronizados[206].

Os FIDCs-NP somente poderão receber aplicação e ter cotas negociadas em mercado secundário, quando o subscritor ou o adquirente das cotas for investidor profissional[207], admitindo-se que o investidor não seja profissional em FIDC-NP cuja política de investimento tenha como objetivo preponderante a aplicação em direitos de crédito originados de empresas em processo de recuperação judicial ou extrajudicial, desde que a integralização seja efetuada em direitos creditórios.

Os FIDCs-NPs deverão submeter-se ao registro perante a CVM, juntamente com os documentos listados no art. 8º da Instrução CVM nº 356, sendo certo que, na hipótese de os direitos creditórios decorrerem de receitas públicas (federal, estadual ou municipal), deverá ser entregue à CVM, além dos referidos documentos, parecer emitido por escritório de advocacia atestando a validade da constituição e da cessão dos direitos creditórios ao fundo e de parecer do órgão de assessoramento jurídico competente[208].

O prazo para que a CVM se manifeste acerca do pedido de registro é de até 20 dias úteis, contados da data do protocolo perante essa autarquia.

De acordo com notícia veiculada pela revista *Capital Aberto*, em 2013, em que a queda dos juros era existente, a busca por aplicações de maior risco e potencial de retorno era uma necessidade para os fundos de

pensão[209]. Diferentemente da atual situação político-econômica, em que os investidores buscam por investimentos mais conservadores, em virtude do aumento significativo da taxa de juros básica (SELIC).

A matéria do referido periódico destacava que havia vários fundos no mercado que compravam precatórios ou direitos futuros de titularidade de autores de ações judiciais ingressadas contra o Estado com um deságio, haja vista o direito ao recebimento não ser líquido e certo. Diante desse fato, ainda conforme esse periódico, a Uqbar, em outubro de 2012, contabilizava a existência de dez FIDCs-NP lastreados em créditos em discussão judicial, com patrimônio somado de R$ 533 milhões, existindo, em 2010, apenas cinco FIDCs-NP, cujo patrimônio totalizava R$ 307 milhões, e, portanto, houve até 2012 um elevado crescimento nesta espécie de FIDC-NP.

Diante do exposto no parágrafo anterior, e diante do propício ambiente econômico de juros baixos verificado até 2012, notava-se até o referido ano um promissor crescimento da indústria dos FIDCs não padronizados, sobretudo aqueles lastreados em ações judiciais ingressadas contra a União e o Estado, apesar da morosidade no tocante ao recebimento do produto da execução da dívida/precatórios e o risco de uma eventual alteração na legislação que dispõe sobre os pagamentos dos precatórios. Não obstante, os FIDCs não padronizados atualmente ainda representam uma parcela significativa do mercado de FIDC – em termos de participação no total da indústria dos FIDCs, os FIDC NP representavam 18,4% em maio de 2013, passando para 20,0% em dezembro do mesmo ano, e chegou a marca de 20,8% em maio de 2014[210] – sendo consideradas uma alternativa viável, haja vista a relação risco versus retorno, principalmente para as entidades privadas de previdência complementar, que podem investir em cotas de FIDC, dentre outros investidores.[211]

3.6. Papel da CVM e Registro dos FIDCs

Conforme preceitua o art. 192 da Constituição Federal Brasileira, o sistema financeiro nacional é regulado por leis complementares. Em 1964, foi publicada a Lei nº 4.595, a qual criou o Sistema Financeiro Nacional,

regulando-o e estruturando-o, apesar de a referida legislação não ter sido instituída por meio de uma lei complementar.

Conforme ensinamento de José da Silva Afonso, pelo princípio da recepção, a Lei nº 4.595/1964 representou a lei instituidora do Sistema Financeiro Nacional. Ainda segundo o autor, a constituição consolidou alguns princípios do sistema, e, por conseguinte, o aludido diploma vale como se lei complementar fosse, podendo, portanto, somente ser alterada por lei complementar[212].

O Sistema Financeiro Nacional é centralizado e coordenado pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) e abaixo dele, na escala hierárquica, encontra-se o Banco Central do Brasil, sendo o primeiro responsável pela regulação e o último pela execução das normas expedidas pelo CMN e fiscalização destas[213].

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM), autarquia federal e agência reguladora, foi criada pela Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e que criou a referida autarquia, à qual foram atribuídas as funções de órgão regulador e fiscalizador do mercado de valores mobiliários[214]. Saliente-se que, paralelamente, o Banco Central do Brasil continuou desempenhando as funções de sua competência, no âmbito do mercado financeiro, em consonância com o disposto na Lei nº 4.595/1964.

De acordo com as disposições da Lei nº 6.385/1976, foi atribuída ao Conselho Monetário Nacional a incumbência de definir a política para o funcionamento do mercado de valores mobiliários e fixar as diretrizes e os parâmetros a serem seguidos pela CVM para o desempenho de suas funções[215] e à CVM a competência para regulamentar, com observância da referida política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas na Lei nº 6.385/1976 e na lei de sociedades por ações[216].

Infere-se, com base no exposto, que a CVM é, do ponto de vista constitucional e legal, dotada de competência normativa e judicante[217].

Catarina Iazzetti Ferreira[218] entende que as cotas dos FIDCs são consideradas valores mobiliários, o que significa que estão sob a égide regulamentar da CVM, em face da edição da Lei nº 10.198, de 14 de fevereiro de 2001, oriunda da conversão da Medida Provisória nº 2.110-40, de 26 de janeiro de 2001, e da Lei nº 10.303[219], de 31 de outubro do mesmo ano.

A CVM disciplina, fiscaliza (art. 8º, inc. III, da Lei nº 6.385/1976), regula e sanciona[220] as atividades descritas no art. 1º da referida Lei, quais sejam: emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado, negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários, administração de carteiras e a custódia de valores mobiliários, auditoria das companhias abertas, organização e funcionamento das operações das Bolsas de Valores e das de Mercadorias e Futuros, os serviços de consultor e analista de valores mobiliários e a negociação e intermediação no mercado de derivativos.

Com a reforma legislativa ocorrida em 2001, por meio da publicação da Lei nº 10.303/2001, da Medida Provisória nº 8, transformada em 28 de fevereiro de 2002 na Lei nº 10.411, e do Decreto nº 3.995, de 31 de outubro de 2001, ampliou-se e ratificou-se a competência da CVM como entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, e com autoridade administrativa independente, sem qualquer subordinação hierárquica, mandato fixo, estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária[221].

A seguir serão abordados os aspectos mais relevantes no que concerne a cada uma das funções desempenhadas pela CVM.

3.6.1. Competência Regulamentar

Compete à CVM regulamentar as matérias constantes da Lei nº 6.404/1976 (Lei das Sociedades Anônimas), bem como da Lei nº 6.385/1976, conforme disposto no art. 8º, inc. I, desta última Lei, mediante a edição das instruções, com referência específica aos FIDCs.

No tocante à função normativa desempenhada pela CVM, na qualidade de agência reguladora, Eizirik et al.[222] tratam da redefinição do papel do Estado atual, inserido no seguinte contexto:

> As agências reguladoras emergem em um contexto político-jurídico em que se busca a consolidação de um Estado regulador de atividades econômicas – de serviços públicos, predominantemente –, e mão mais de um Estado interventor na economia. É por meio das agências que o Estado passa a fixar um conjunto de regras técnicas atinentes à conformidade da prestação de serviços públicos ou do exercício de atividades econômicas com o interesse coletivo.

A CVM editou as seguintes instruções para regulamentação dos FIDCs: a Instrução CVM nº 356/2001, seguida da edição e publicação da Instrução CVM nº 393, de 22 de julho de 2003, a qual trouxe, dentre outras mudanças, a possibilidade de emissão, pelos FIDCs constituídos na forma de fundo fechado, de séries de cotas seniores, cada qual com prazos e valores para amortização e outras características distintas da outra série[223].

Algum tempo depois, a CVM editou a Instrução nº 435/2006 e, em 8 de dezembro do mesmo ano, a Instrução nº 442, e, ainda, a Instrução nº 446. Foram editadas, também, a Instrução nº 458, em 2007; a Instrução nº 484, em 2010; as Instruções nºs 489, 498, 504 e 510, em 2011; a Instrução nº 531, em 2013 e a Instrução 545, em 2014 – todas elas relacionadas aos FIDCs.

3.6.2. Competência Registrária

A competência registrária da CVM está prevista no art. 8º, inc. II, da Lei nº 6.385/1976, o qual trouxe a incumbência à CVM de administrar os registros instituídos pela referida lei.

É nesse contexto de fiscalização e regulamentação exercida pela CVM, que essa autarquia estabeleceu que o funcionamento dos fundos de investimento em direitos creditórios depende do prévio registro na CVM[224],

e que o registro dos aludidos fundos, ressalvadas as exceções previstas na Instrução CVM nº 356, será automaticamente concedido pela CVM, no prazo de até cinco dias úteis, contados da data de apresentação perante essa autarquia, dos documentos indicados no art. 8º, § 1º, da Instrução CVM nº 356/2001.

No que tange à distribuição pública de cotas de um FIDC constituído na forma de fundo fechado, esta depende de prévio registro na CVM, ressalvadas as ofertas públicas de cotas de fundo fechado distribuídas com esforços restritos instituídas pela Instrução CVM nº 476, devendo, no tocante à oferta pública de cotas dessa espécie de fundo, ser observados os termos e condições estabelecidos para uma emissão pública de mercado de capitais, especialmente o princípio da informação ao mercado e as normas constantes da Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003[225], que regulamenta os procedimentos a serem observados em uma oferta pública de valores mobiliários.

O registro da oferta pública de distribuição de cotas de fundo fechado será automaticamente concedido no prazo de cinco dias úteis, contados da data de protocolo na CVM dos seguintes documentos e informações, os quais deverão ser apresentados a cada nova distribuição: (i) declaração, do administrador do fundo, de que firmou o contrato com instituição legalmente habilitada à distribuição de cotas, quando for o caso; (ii) informação sobre o número máximo e mínimo de cotas a serem distribuídas; (iii) apresentação do valor da emissão, custos de distribuição e outras informações relevantes; e (iv) juntada do material de divulgação para a distribuição de cotas do fundo, inclusive prospecto, se houver, e toda informação adicional que venha a ser disponibilizada aos potenciais investidores[226].

Todavia, a distribuição de cotas de fundo aberto independe de prévio registro na CVM, conforme já mencionado no item 3.3 – Fundo Aberto e Fundo Fechado – deste trabalho.

A CVM tem poderes para aplicar a norma de maneira preventiva ou repressiva podendo, exemplificativamente, suspender a negociação de

determinado valor mobiliário, decretar o recesso de bolsa de valores e/ou suspender ou cancelar registros para negociação em bolsa e/ou de emissão pública de valores mobiliários de que trata a Lei nº 6.385/1976, a fim de prevenir ou corrigir situações anormais do mercado[227].

3.6.3. Competência Consultiva

A competência consultiva da CVM está prevista no art. 13 da Lei nº6.385/1976, o qual estabelece que a aludida autarquia deverá manter serviço para desempenhar atividades consultivas ou de orientação perante os agentes do mercado de valores mobiliários ou a qualquer investidor.

Referidas atividades consultivas são divulgadas pela CVM por meio de pareceres ou comunicados.

3.6.4. Competência Disciplinar

A competência disciplinar da CVM está relacionada aos seus poderes de sancionar e de polícia. Dessa forma, a Lei nº 6.385/1976 dotou a CVM de poderes investigatórios e repressivos, caso essa autarquia verifique ou apure algum ilícito administrativo[228].

No que concerne à função fiscalizatória desempenhada pela CVM, na qualidade de agência reguladora, Eizirik et al.[229] mencionam que a aludida autarquia detém o poder de polícia:

> Como agência reguladora do mercado de valores mobiliários, a CVM detém função de fiscalização desse mercado, de forma a coibir e punir condutas que lhe sejam danosas. Dessa forma, a CVM age imbuída do seu poder de polícia, ou seja, limitando a liberdade individual em prol de um interesse público ou coletivo.

Os exemplos de normas punitivas impostas pela CVM estão nos arts. 63 e 64 da Instrução CVM nº 356, conforme os quais, respectivamente, o administrador pagará uma multa diária, no valor de R$ 200,00, pelo não atendimento dos prazos previstos na referida Instrução, e a CVM poderá

responsabilizar outros diretores, os empregados e prepostos do administrador ou do gestor do fundo, além do diretor ou do sócio-gerente da instituição administradora designado como responsável civil e criminalmente pelo funcionamento dos FIDCs, caso fique configurada a sua responsabilidade pelo descumprimento das disposições da aludida Instrução.

3.7. Principais Documentos Necessários para Constituição e Oferta das Cotas

3.7.1. Regulamento

O fundo é regido pelas normas da CVM em vigor e por seu regulamento[230], motivo pelo qual todos os aspectos da operação devem estar plenamente, e de forma compreensiva, descritos nesse regulamento.

O regulamento deverá conter alguns requisitos mínimos[231], quais sejam: (i) forma de constituição, se condomínio aberto ou fechado; (ii) taxa de administração ou critério para sua fixação; (iii) taxa de desempenho ou de *performance*, quando for o caso, e critério detalhado sobre a sua cobrança; (iv) demais taxas e despesas; (v) política de investimento, discriminando inclusive: (a) os critérios de elegibilidade; e (b) se for o caso, as condições de cessão dos direitos creditórios; (vi) condições para emissão, negociação, amortização e resgate de cotas, prevendo: (a) a eventual existência de mais de uma classe ou série de cotas, hipótese em que devem ser especificadas as características, os direitos e obrigações de cada uma das classes e séries, assegurando-se que as cotas subordinadas somente poderão ser resgatadas após o resgate das cotas seniores, ressalvado os fundos abertos em que poderá haver primeiro o resgate das cotas subordinadas, após o prazo de 60 dias contados do pedido de resgate; (b) que, na amortização de cotas de fundos fechados, deverá ser assegurado que as cotas subordinadas somente poderão ser amortizadas após a amortização das cotas seniores, (c) os critérios de integralização, amortização e resgate em direitos creditórios; (vii) prazo de carência e/ou intervalo de atualização do valor da cota para fins do respectivo resgate, em se tratando de fundo aberto; (viii) prazo de duração do fundo, que deverá ser determinado ou indeterminado; (ix) critérios de divulgação de informações aos condôminos; (x) informações sobre: (a) a natureza dos direitos creditórios a serem adquiridos e dos instrumentos jurídicos, contratos ou outros documentos representativos do crédito; (b) descrição dos processos de origem dos direitos creditórios e das políticas de concessão dos correspondentes créditos; e (c) descrição dos mecanismos e procedimentos de cobrança dos direitos creditórios, inclusive inadimplentes, coleta e pagamento/rateio dessas despesas entre os membros do condomínio, caso assim seja determinado pelo regulamento do fundo; (xi) quando for o caso, referência à contratação de terceiros, com a identificação e qualificação da pessoa jurídica contratada, para prestar os seguintes serviços: (a) gestão da carteira do fundo; (b) consultoria especializada; (c) custódia; e (d) agente de cobrança; (xii) possibilidade de nomeação de representante de condôminos; (xiii) metodologia de avaliação

dos ativos do fundo; (xiv) os procedimentos a serem adotados na hipótese de rebaixamento de classificação de risco; (xv) a relação mínima entre o patrimônio líquido do fundo e o valor das cotas seniores, a periodicidade para apuração e divulgação aos cotistas dessa relação e os procedimentos aplicáveis na hipótese de inobservância desse fator; e (xvi) os eventos de liquidação antecipada e os eventos de avaliação do fundo, os quais impõem um limite de risco ao investidor, como o não pagamento, nas datas previstas para amortização, pedido de falência ou recuperação judicial ou extrajudicial da empresa originadora, não cumprimento do percentual de garantia exigido, diminuição da avaliação de risco das cotas seniores e os mecanismos a serem utilizados para reforço de crédito, pontos esses que são levados em consideração no momento da avaliação do fundo – será assegurado, no caso de decisão por assembleia pela não liquidação do fundo, o resgate das cotas seniores, pelo valor delas, aos cotistas dissidentes que o solicitarem; e (xvii) autorização para que o custodiante faça a verificação do lastro por amostragem, se for o caso, com especificação dos parâmetros relativos à diversificação de devedores, quantidade e valor médio dos créditos, a serem observados para esse fim.

Além dos elementos descritos no parágrafo anterior, o regulamento deverá conter a descrição das obrigações do administrador e do gestor, bem como a lista de atos que o administrador não poderá praticar em nome próprio e em nome do fundo, a descrição das obrigações do custodiante, assim como de sua remuneração, a descrição dos fatores de risco, os critérios de valoração das cotas do fundo, prever a constituição de reserva para pagamento das amortizações e do resgate das cotas seniores, a descrição das matérias a serem deliberadas por assembleia, do quórum para instalação da assembleia e para deliberação das matérias.

As alterações no regulamento aprovadas pela assembleia geral de cotistas passam a vigorar a partir da data do protocolo na CVM dos seguintes documentos: (i) lista de cotistas presentes na assembleia geral; (ii) cópia da ata da assembleia geral que deliberou acerca da alteração no regulamento; (iii) exemplar do regulamento, consolidando as alterações

efetuadas, devidamente registrado em cartório de títulos e documentos; e (iv) modificações procedidas no prospecto[232].

O regulamento do fundo poderá ser alterado independentemente de realização de assembleia geral, em razão de normas legais ou regulamentares ou de determinação da CVM, hipótese em que deve ser providenciada, no prazo máximo de até 30 dias, a divulgação do fato aos condôminos[233].

A Instrução CVM nº 531/2013 elencou itens obrigatórios que deverão constar da definição da política de investimento do fundo, além daqueles já existentes, a saber: (i) a possibilidade de realização de operações nas quais o administrador atue na condição de contraparte do fundo, desde que com a finalidade exclusiva de realizar a gestão de caixa e liquidez do fundo; (ii) os limites para a realização de aplicações do fundo em ativos de emissão ou que envolvam coobrigação: (a) do administrador e partes relacionadas, tal como definidas pelas regras contábeis que tratam desse assunto; e (b) do consultor especializado, do gestor de carteira do fundo, do custodiante e do agente de cobrança e partes a eles relacionadas, tal como definidas pelas regras contábeis atinentes a esse assunto, observado o limite de 20% para aplicação de ativos de emissão ou coobrigação do administrador, do gestor ou partes a eles relacionadas; e (iii) a validação dos direitos creditórios quanto: *a)* aos critérios de elegibilidade; e *b)* às condições de cessão, se for o caso, com a indicação da instituição responsável[234].

Note que os itens obrigatórios a constarem da definição da política de investimento visam explicitar ao investidor quais são as situações em que eventualmente poderia surgir um eventual conflito de interesses, a saber, no caso das aplicações pelo fundo em ativos de emissão ou coobrigação do administrador, e quais são os critérios de admissibilidade dos direitos creditórios a integrarem a carteira do fundo.

3.7.2. Prospecto

O prospecto é o instrumento de divulgação dos principais termos e condições do fundo[235] ao investidor, em linguagem de fácil compreensão

pelo investidor, e deverá ser entregue a este no momento do ingresso no fundo aberto, ou no momento da subscrição de cotas do fundo fechado. Ao fazer a adesão, o investidor deverá atestar que recebeu aludido documento e que tomou ciência dos riscos envolvidos e da política de investimentos do fundo[236].

Nenhuma informação publicada com relação ao fundo pode estar em desacordo com o estabelecido no regulamento e no prospecto do fundo protocolado na CVM[237].

O prospecto deverá conter, dentre outras informações: (i) os termos e condições da oferta (procedimento de negociação das cotas, hipóteses de modificação e revogação da oferta e restituição dos valores, cronograma da distribuição pública de cotas seniores e os demonstrativos de custos com a distribuição das cotas); (ii) o procedimento de *bookbuilding*; (iii) a declaração da administradora e da instituição líder, para os fins do art. 56 da Instrução CVM nº 400/2003[238]; (iv) a descrição dos fatores de risco, dentre eles, os riscos relacionados aos investimentos do fundo, aos direitos creditórios, ao cedente destes e ao setor em que atua; (v) as características gerais do fundo, incluindo a política de investimento e a composição da carteira, a descrição das cotas (seus direitos, condições de emissão, subscrição, integralização, amortização e resgate), os mecanismos de reforço de garantia, bem como as garantias já existentes, a assembleia geral, a descrição dos eventos de avaliação e liquidação do fundo, as características e natureza dos direitos creditórios, a descrição de todos os prestadores de serviços ao fundo, o sumário dos contratos relevantes que integram os documentos relativos à oferta, as regras de tributação do fundo e a política de divulgação de informações; (vi) a descrição das operações entre partes relacionadas, como por exemplo, os contratos e operações realizadas entre empresas integrantes do mesmo grupo econômico ao da empresa originadora, bem como a descrição da existência de relacionamento entre a empresa originadora e os prestadores de serviços ao fundo; (vii) as informações relativas à empresa originadora, como seu histórico, suas principais atividades, sua política de crédito e de negócios, a

estrutura organizacional da empresa, a descrição de toda a sua estrutura societária, da diretoria, administração e tesouraria desta e, por fim, suas demonstrações financeiras.

3.7.3. Contrato de Cessão de Direitos Creditórios

Participam do contrato de cessão a empresa originadora, na qualidade de cedente, o FIDC, representado por seu administrador, na qualidade de cessionário, o administrador, o gestor, conforme o caso, e o custodiante.

O contrato de cessão tem por objeto, como o próprio nome evidencia, a cessão, pela empresa originadora ao fundo, em rigor sem o direito de regresso contra a empresa originadora, dos direitos creditórios que atendam aos critérios de elegibilidade e às condições de cessão, mediante o pagamento, pelo fundo, do preço de aquisição dos referidos direitos, o qual ocorrerá na data em que as cotas seniores forem integralmente subscritas e integralizadas pelos cotistas.

Devem constar do contrato de cessão de direitos creditórios, dentre as principais disposições, as seguintes: (i) o objeto da cessão, quais sejam, os direitos creditórios objeto da cessão; (ii) as condições suspensivas, quando a consumação da cessão de crédito estiver condicionada ao cumprimento de condições suspensivas e as condições da cessão dos direitos creditórios ao fundo; (iii) a descrição do procedimento que materializará a cessão de créditos, em especial quando a cessão é gradativa (em etapas); (iv) a descrição do preço que o fundo pagará pelos direitos creditórios, da fórmula para sua apuração, quando o preço não for fixo, e da forma de pagamento do preço a ser efetuado pelo custodiante, responsável pela liquidação desse pagamento; (v) a descrição das obrigações da cedente; (vi) o procedimento de cobrança dos recursos decorrentes do pagamento dos direitos creditórios, bem como a cobrança judicial dos referidos direitos creditórios; (vii) a forma de notificação dos devedores dos recebíveis em decorrência da cessão dos direitos creditórios ao fundo; (viii) a descrição dos eventos de revisão, que são aqueles cuja ocorrência pode comprometer a saúde financeira da empresa originadora; (ix) as hipóteses de recompra e

substituição dos direitos creditórios, pela empresa originadora, conforme o caso; e (x) as hipóteses de resilição e resolução do contrato de cessão.

Vale ressaltar que as cessões de créditos relativas a empréstimos e financiamentos com consignação das prestações em folha de pagamento, bem como de financiamento de veículos automotores realizadas pelas instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil, na qualidade de cedente, ao fundo deverão ser registradas pelas referidas partes em sistemas de registro e de liquidação financeira de ativos autorizados pelo Banco Central do Brasil, incluindo-se entre elas a Cetip S.A., Mercados Organizados e a Central de Cessões de Crédito – C3, em face do disposto na Resolução nº CMN 3.998, de 28 de julho de 2011, do Conselho Monetário Nacional.

3.7.4. Contrato de Colocação e Distribuição das Cotas Seniores do Fundo

Participam do contrato de distribuição o fundo representado por seu administrador, o banco coordenador/intermediário líder, os demais bancos coordenadores da oferta e a empresa originadora.

De modo sumário, o contrato de distribuição deverá dispor sobre os seguintes itens: (i) a fixação de condições suspensivas, cujo implemento desencadeará o cumprimento, pelos coordenadores, das obrigações por eles assumidas no contrato de distribuição; (ii) a descrição da forma de colocação das cotas seniores, do preço e da forma de integralização destas; (iii) o regime de colocação das cotas seniores, o qual em geral é realizado sob o regime de garantia firme de colocação, isto é, caso não haja investidores para adquirir as cotas, os coordenadores farão a sua aquisição, no montante da garantia firme por eles prestada, e deverá haver disposição sobre o prazo para colocação das cotas seniores, pelos coordenadores; (iv) as obrigações do administrador do fundo e da cedente, como disponibilização, aos coordenadores, de todos os documentos da cedente necessários para elaboração dos documentos do fundo e da oferta; (v) as obrigações do coordenador líder, a saber, acompanhar, juntamente com a

instituição administradora, a obtenção do registro do fundo e da oferta perante a CVM e promover a publicação dos documentos da oferta, bem como dispor sobre as obrigações dos coordenadores; (vi) a remuneração dos coordenadores, pelos serviços de estruturação, coordenação, colocação, e pela garantia firme prestada, conforme o caso; e (vii) cláusula dispondo sobre as hipóteses de resolução e resilição do contrato em questão.

3.8. Considerações Econômicas *Versus* FIDCs

Apesar de os FIDCs terem sido regulados em 2001, apenas em 2003 apareceu um volume significativo de operações que os envolvia, como alternativa adotada pelas empresas para captação de recursos. Essas empresas eram de segmentos e portes diversos, inclusive financeiros, haja vista que nos FIDCs em geral não se leva em consideração o risco de crédito da empresa originadora, mas sim o risco de crédito da carteira dos recebíveis, permitindo, dessa forma, que empresas de menor porte, sem os pré-requisitos para acesso ao mercado de capitais e sem robustez financeira, possam captar recursos dessa maneira.

A principal razão pela qual não houve emissões de FIDC em 2002 deu-se em consequência da crise econômica que atingiu a Argentina, somada à posse do novo presidente brasileiro, que ocasionou indefinição no cenário político, gerando, por conseguinte, certa desconfiança pelos investidores estrangeiros, que se sentiram desestimulados a aplicar seus recursos no País.

De acordo com Santana[239], duas são as explicações para o fraco desempenho nos FIDCs durante esse período. A primeira está relacionada com o cenário econômico e político conturbado que marcou o ano de 2002. Ademais, houve o problema da marcação a mercado dos títulos públicos, o agravamento da crise econômica na Argentina e a indefinição do cenário eleitoral brasileiro, os quais afugentaram investidores do mercado de capitais. Ainda em conformidade com Santana, o segundo motivo está relacionado com a própria regulamentação do FIDC, a qual impunha uma série de limitações na estruturação dessas operações.

O número de operações de FIDC aumentou significativamente entre 2003 e 2005 – mais de cinco vezes, conforme ilustra o Quadro 3.2, adiante –, época em que a economia do País estava aquecida, as bolsas de valores em alta, propiciando, por consequência, o sucesso e o crescimento do número das operações realizadas no âmbito do mercado de capitais, de emissão de valores mobiliários, dentre elas, as notas promissórias – *commercial papers*, as debêntures, abertura do capital de empresas e, em especial, a constituição dos FIDCs.

Outro motivo que ensejou o crescimento dos FIDCs em 2003 foi a edição, em 22 de julho desse ano, da Instrução CVM 393, que mitigou algumas limitações regulamentares existentes até a edição da referida norma. Segundo Fagundes[240], com a edição da referida norma, buscou-se adequar a regulamentação dos fundos de investimento em direitos creditórios às necessidades do mercado e à conjuntura brasileira, como a possibilidade de os fundos constituídos na forma de condomínio fechado terem mais de uma série de cotas seniores, com prazos diferentes para emissão, resgate e amortização, dentre outras inovações já mencionadas no presente trabalho.

O número de emissões públicas de FIDCs duplicou desde o ano de 2004 até 2006, permanecendo estável em 2007 e 2008. Em 2009, o número de emissões reduziu pela metade, comparado com o ano anterior. Essa redução foi consequência da crise financeira mundial ocorrida em 2008. No ano de 2010, o número de emissões aumentou sensivelmente, voltando a reduzir-se de 2010 para 2011, bem como de 2011 para 2012, conforme ilustra o Quadro 3.2. A redução de 2011 para 2012 foi consequência de algumas fraudes nos FIDCs ocorridas em 2012 e das incertezas do mercado em face das alterações trazidas pela CVM por meio da edição da Instrução CVM nº 531/2013.

No tocante ao ano 2013, houve uma sensível redução no número de emissões, comparado com o ano de 2012, e, de 2013 para 2014 o número de emissões manteve-se estável, apesar de o volume das emissões ter caído pela metade. Por fim, em 2015, o primeiro semestre começou com um

número significativo de emissões, com volumes expressivos, apesar da crise política-econômica a que o Brasil está vivenciando.

Quadro 3.2. – Volume de emissões de FIDCs – ICVM 400 (em R$ milhões)

Ano	Ofertas de Cotas de FIDCs Registradas na CVM		Ofertas de Cotas de FIDCs Dispensadas de registro na CVM	
	Número de Emissões	Volume	Número de Emissões	Volume
2003	11	1.540.000.000,00	7	60.000.000,00
2004	32	5.134.650.000,00	11	100.000.000,00
2005	46	8.579.125.001,54	17	233.478.359,00
2006	63	12.777.399.200,00	13	1.484.600.000,00
2007	65	9.961.555.677,83	32	2.132.295.171,16
2008	63	10.020.850.000,00	67	2.659.184.102,90
2009	27	8.212.657.727,10	33	1.223.836.307,64
2010	33	10.233.600.000,00	27	2.065.400.000,00
2011	24	7.128.150.575,00	1	50.000.000,00
2012	16	3.917.750.000,00	8	160.600.000,00
2013	11	3.541.326.000,00	0	0
2014	11	1.796.195.500,00	2	100.000.000,00
2015	4	1.702.746.780,51	0	0

Fonte: *Informativo CVM*. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Acesso em: 11 jul. 2015.

Já no tocante aos segmentos de atividades que integram os direitos creditórios, os FIDCs Agro, Indústria e Comércio – cuja carteira é composta por recebíveis dos seguintes setores de atuação: Infraestrutura, Recebíveis Comerciais, Crédito Corporativo, Agronegócio e Multicarteira Agro, Indústria e Comércio – despontaram no *ranking* de maior patrimônio líquido, dentre os fundos de investimentos em direitos creditórios existentes. Esses fundos foram seguidos dos FIDCs Outros. Todavia, os fundos de investimentos em participações representam maior relevância, considerando o volume de patrimônio líquido, conforme ilustra o Quadro 3.3, a seguir.

Quadro 3.3. – Tipos de recebíveis no mercado – FIDCs vigentes – emitida em 29 de maio de 2015

Tipo	Patrimônio Líquido na data (R$ Milhões)	% do Total de Fundos
FIDC Fomento Mercantil	8.527,15	0,30
FIDC Financeiro	7.821,65	0,27
FIDC Agro, Indústria e Comércio	38.911,66	1,35
FIDC Outros	12.242,07	0,43
Imobiliário	50.170,59	1,74
Participações	162.967,38	5,66
Total Fundos Estruturados	280.641,10	9,76

Fonte: ANBIMA – Informações Técnicas – Estatísticas – Indústria de Fundos. Disponível em: <http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/estatisticas/ind-de-fundos/Pages/default.aspx>. Acesso em: 11 jul. 2015.

Com o advento da crise financeira econômica de 2008, resultante da turbulência no mercado norte-americano, em razão, dentre outros motivos, dos créditos *subprimes*, que, por sua vez, desencadeou uma crise econômica e de liquidez mundial, houve opiniões segundo as quais essa crise poderia significar um marco importante de crescimento dos FIDCS, uma vez que a insegurança dos investidores nesse momento de instabilidade econômica os conduziria à renda fixa[241].

Todavia, não foi isso que ocorreu. Nota-se, pelo Quadro 3.2 apresentado, que houve uma queda brusca do número de emissões de 2008 para 2009. Infere-se, diante desse quadro, que os investidores se sensibilizaram com a crise econômica e de liquidez mundial ocorrida em 2008, o que gerou determinado pânico financeiro e, consequentemente, as estruturas financeiras mais sofisticadas, dentre elas, as captações mediante as emissões de FIDCs sofreram um impacto negativo em 2009 com a referida crise.

Não obstante o apontado, há relevantes aspectos a serem levados em consideração, os quais viabilizam o crescimento da economia do País, ao sustentar que os FIDCs provêm as empresas de recursos necessários ao seu

capital de giro, ou seja, **criam liquidez** às empresas detentoras de direitos, frutos do desenvolvimento de suas atividades, que, em contrapartida, recebem retorno financeiro imediato, mediante a antecipação de suas receitas, ao efetuar a cessão de crédito ao fundo, propiciando a realização de maiores investimentos no curto prazo, e assim sucessivamente, aumentando o seu crescimento e mobilizando ativamente a economia. A **transferência de riscos** é outro aspecto que influi de modo positivo na economia, haja vista que empresas reprováveis pelos bancos, em se tratando de crédito, passam a ter acessibilidade aos recursos de que necessitam, uma vez que o risco do FIDC em rigor passa a ser o risco de crédito dos devedores dos direitos de crédito que compõem a carteira do fundo.

Em um contexto de efetivo crescimento da economia brasileira, diante dos objetivos do governo de aprimorar os investimentos em infraestrutura, com a criação de meios de financiamento no longo prazo dos projetos de investimentos, foi sancionada, em 24 de junho de 2011, a Lei nº 12.431. Essa lei permitiu a emissão de debêntures, cujos recursos oriundos de sua liquidação serão utilizados pela emissora destas em projetos de infraestrutura, e os investidores nacionais pessoas físicas e pessoas residentes ou domiciliadas no exterior que subscreverem e integralizarem as debêntures dessa espécie estarão sujeitos à alíquota zero do imposto sobre a renda atinente aos rendimentos oriundos das aludidas debêntures.

Em 19 de julho de 2013, o governo federal, perseguindo os mesmos objetivos ao instituir as debêntures de infraestrutura, qual seja, o de elevar os investimentos privados em infraestrutura e inovação, estendeu os benefícios fiscais mencionados há pouco aos investidores residentes ou domiciliados no exterior e às pessoas físicas residentes e domiciliadas no Brasil adquirentes das cotas emitidas pelos fundos de investimento em direitos creditórios, por intermédio da edição da Lei n nº 12.844, conforme será abordado a seguir.

Com a referida lei, foi reduzida a zero a alíquota do imposto sobre a renda incidente sobre os rendimentos auferidos pelo investidor residente ou domiciliado no exterior, exceto em país que não tribute a renda ou que a

tribute à alíquota máxima inferior a 20%, em face da aquisição por este de cotas de fundos de investimento em direitos creditórios constituídos na forma de condomínio fechado, cujos recursos sejam direcionados pelo cedente a projetos de pesquisa, desenvolvimento e inovação[242]. Ainda, o cedente dos direitos creditórios integrantes da carteira dos FIDCs devem não ser instituição financeira e será necessário observar as seguintes condições: (i) o FIDC deve possuir prazo de duração mínimo de seis anos; (ii) deverá ser vedado o pagamento total ou parcial do principal das cotas nos dois primeiros anos a partir da data de encerramento da oferta pública de distribuição de cotas do FIDC, exceto nas hipóteses de liquidação antecipada deste, previstas em seu regulamento; (iii) deverá ser vedada a aquisição de cotas pelo cedente ou por partes a eles relacionadas, exceto quando se tratar de cotas cuja classe se subordine às demais para efeito de amortização e resgate; (iv) o prazo de amortização parcial de cotas, inclusive as provenientes de rendimentos, deverá ter intervalo de, no mínimo, cento e oitenta dias; (v) deverá haver comprovação de que as cotas estejam admitidas a negociação em mercado organizado de valores mobiliários, ou registrados em sistema de registro devidamente autorizado pelo Banco Central do Brasil ou pela CVM; (v) deverá haver comprovação de alocação dos recursos obtidos com a operação em projetos de investimento destinados à pesquisa, desenvolvimento e inovação; e (vi) deverá(ão) constar do contrato de cessão, do regulamento e do prospecto, se houver: (a) o(s) objetivo do(s) projeto(s) beneficiado(s); (b) o prazo estimado para seu início e encerramento ou, para os projetos em andamento, a descrição da fase em que se encontram e a estimativa do seu encerramento; (c) o volume estimado dos recursos financeiros necessários para a realização do projeto ou projetos não iniciados ou para a conclusão dos já iniciados; e (d) o percentual que o cedente estima captar com a venda dos direitos creditórios ao FIDC, diante das necessidades de recursos financeiros do(s) projeto(s) beneficiado(s); e (vii) o patrimônio líquido do FIDC deverá ter um índice mínimo de 85% em direitos creditórios, e a parcela restante poderá ser composta por títulos públicos federais,

operações compromissadas lastreadas em títulos públicos federais ou cotas de fundos de investimento que invistam em títulos públicos federais[243].

Os FIDCs destinados a projetos de investimento têm como uma de suas grandes vantagens a possibilidade de adquirir até 100% de seu patrimônio líquido em créditos devidos por uma mesma pessoa jurídica ou transferidos por um mesmo cedente ou de empresas pertencentes ao mesmo grupo econômico, e, por essa razão, poderão representar um mecanismo eficiente para aquisição, pelo FIDC, de debêntures de infraestrutura regidas pela Lei nº 12.431, de 24 de junho de 2011[244]. Essa possibilidade não existe nos fundos que aplicam em debêntures regidos pela Instrução CVM nº 555, já que os fundos devem ter, no máximo, 10% do patrimônio líquido investido em um único emissor, e, nesse caso, será necessário pelo menos sete debêntures de infraestrutura alocadas em um único fundo, conforme notícia veiculada pela *Revista Capital Aberto*, reproduzida a seguir[245]:

> O fundo de debêntures de infraestrutura, de acordo com a legislação, só usufrui o beneficio fiscal se, nos dois primeiros anos de funcionamento, alocar pelo menos 67% do seu patrimônio nas debêntures incentivadas. Passado esse período, o percentual sobe para 85%. O desafio é conciliar essas exigências com os limites de concentração impostos pela Instrução 409, à qual estão sujeitos os fundos de debêntures. De acordo com a norma, os fundos devem ter, no máximo, 10% do patrimônio líquido investido em um único emissor. Considerando a aplicação mínima de 67% dos recursos, isso significaria a carteira possuir, pelo menos, sete debêntures de emissões distintas.

Outra vantagem com o advento dos FIDCs de infraestrutura consiste na segregação do risco do projeto do risco do originador, o que nas debêntures somente ocorrerá se a emissora for uma sociedade de propósito específico, possibilitando, por consequência, que o FIDC pague uma taxa de remuneração mais baixa ao investidor comparada às taxas das debêntures.

Adicionalmente, a Lei nº 12.431 beneficiou em termos tributários os investidores pessoas físicas ou jurídicas residentes ou domiciliadas no País adquirentes de cotas de emissão de fundo de investimento em direitos creditórios, constituídos na forma de condomínio fechado, relacionados à captação de recursos com vistas a implementar projetos de investimento na área de infraestrutura, ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação, considerados como prioritários pelo respectivo ministério, mediante aplicação da alíquota zero do imposto de renda para as aludidas pessoas físicas e a alíquota de 15% para as pessoas jurídicas tributadas pelo lucro real, presumido ou arbitrado, isentas ou optante pelo regime simples (Simples Nacional), sobre os rendimentos auferidos com as cotas dos FIDCs[246].

Ressalta-se que as alterações promovidas pela Lei nº 12.431 e mencionadas há pouco decerto vão colaborar com o aumento das emissões de cotas dos FIDCs incentivados, sobretudo a partir de 2015 em que o governo já salientou a importância que darão aos projetos de infraestrutura.

3.9. Aspectos Contábeis Relevantes

A grande vantagem contábil para a empresa originadora em uma operação de FIDC é que em alguns FIDCs, em que não haja nenhum mecanismo de mitigação de riscos de crédito relacionado aos direitos creditórios cedidos ao fundo, qualquer garantia da cedente e/ou quaisquer mecanismos de compensação das perdas de crédito associadas aos direitos creditórios[247], os ativos, em geral ilíquidos (imobilizados), são retirados do balanço patrimonial da empresa, da conta “Clientes a Receber”, quando se realiza a cessão de créditos ao fundo, e, em contrapartida, há entrada de caixa na empresa, o qual fica registrado como ativo circulante, decorrente do pagamento efetuado pelo fundo do preço do crédito cedido, viabilizando, dessa forma, o capital de giro da empresa originadora.

Outra vantagem trazida pelos FIDCs[248], conforme aponta Santana, é que a captação de recursos por meio de cessão de direitos creditórios para um FIDC permite que a empresa se financie sem a necessidade de contratação

de novas dívidas. Ainda segundo o autor, o nível de endividamento é um dos determinantes do risco de falência de uma empresa, de forma que, por não onerar o seu passivo, a securitização de recebíveis não deve afetar a capacidade dessa empresa em conseguir novos empréstimos bancários.

O FIDC deve ter escrituração contábil própria, suas demonstrações financeiras deverão estar sujeitas às normas contábeis expedidas pela CVM e serão auditadas por auditor independente registrado na CVM[249].

Em 14 de janeiro de 2011, foi editada pela CVM a Instrução CVM nº 489, com a finalidade precípua de padronizar as demonstrações financeiras aplicáveis aos fundos de investimento em direitos creditórios – FIDC e de adotar práticas contábeis alinhadas com as normas internacionais de contabilidade (IFRS), emitidas pelo *International Accounting Standards Board* (IASB)[250].

O objetivo neste item é discorrer sobre as principais inovações conceituais trazidas pela Instrução CVM nº 489, sem se aprofundar nos aspectos técnicos contábeis constantes da referida norma.

No contexto dos principais objetivos da Instrução CVM nº 489 retrocitados, os FIDC, FIC-FIDC, FIDC-PIPS e os FIDC-NP devem aplicar os critérios contábeis de reconhecimento, classificação e mensuração dos ativos e passivos, bem como os de reconhecimento de receitas e apropriação de despesas, previstos nas normas contábeis emitidas pela CVM aplicáveis às companhias abertas[251].

A norma em referência criou duas classificações contábeis para os FIDC, FIDC-PIPS e os FIDC-NP, para fins de registro contábil: “operações com aquisição substancial dos riscos e benefício” e “operações sem aquisição substancial dos riscos e benefícios”. Na primeira classificação, estão enquadrados os FIDCs que adquirem substancialmente todos os riscos e benefícios dos direitos creditórios cedidos ao fundo, e, consequentemente, há a baixa dos referidos direitos creditórios nos registros contábeis do cedente. As operações em que o fundo não adquire substancialmente todos os riscos e benefícios dos direitos creditórios cedidos ao fundo e,

consequentemente, não há a baixa do direito creditório nos registros contábeis do cedente encontram-se na segunda classificação[252].

Depreende-se, dos conceitos apresentados, que sempre que o cedente reter para si garantia de retorno mínimo das cotas do FIDC ou o risco de crédito e/ou de mercado dos direitos creditórios, bem como quando houver no FIDC qualquer mecanismo que objetive mitigar o risco de crédito dos direitos creditórios cedidos ao fundo, o FIDC deverá ter a classificação em seus registros contábeis como "operações sem aquisição substancial dos riscos e benefício", e, por essa razão, não poderá haver a baixa dos direitos creditórios do ativo da cedente, conforme manifestação da Superintendência de Normas Contábeis e de Auditoria (SNC) da CVM transcrita a seguir:

> Quando o cedente do direito creditório adquire cotas subordinadas do fundo em montante igual ou superior às perdas esperadas da carteira transferida, ele está retendo, integral ou substancialmente, os riscos e benefícios dos ativos transferidos. Do ponto de vista estritamente econômico e financeiro, o cedente continua exposto integral ou substancialmente aos riscos e benefícios da carteira transferida, o que impossibilita a baixa do direito creditório do seu ativo e, por consequência, o reconhecimento no ativo do fundo. Este conceito está preconizado no CPC 38 (IAS 39) aprovado pela Deliberação CVM nº 604.[253]

A instituição administradora deverá avaliar se houve ou não aquisição, pelo FIDC, dos riscos e benefícios inerentes ao direito creditório, quando tal aquisição não for evidente. Para tanto, verificar-se-á o grau de exposição do fundo à variação do fluxo de caixa esperado dos direitos creditórios e, se o grau aferido for relevante, concluir-se-á que o fundo adquiriu os riscos e benefícios relacionados aos direitos de crédito[254].

Nesse sentido, a SNC menciona que o valor de um ativo é medido pela capacidade de geração de fluxo de caixa à entidade que o detém e que, no caso de títulos de crédito (direito creditório), seu valor é medido pelo fluxo

de caixa esperado que será recebido durante o prazo de duração do papel. Salienta, no entanto, que o artigo 4 da Instrução CVM nº 489/2011 não obriga o administrador a utilizar a referida metodologia, desde que o emprego de outra seja justificado[255].

Quando o registro contábil das operações em que a aquisição substancial dos riscos e benefícios sobre os direitos creditórios não possa ser definida objetivamente, o registro contábil do ativo deverá ser feito nas duas contas, quais sejam, na conta representativa de direitos creditórios com aquisição substancial de riscos e benefícios, na proporção correspondente aos riscos e benefícios dos direitos creditórios transferidos ao fundo, e na conta representativa de direitos creditórios sem aquisição substancial de riscos e benefícios, na proporção correspondente aos riscos e benefícios dos direitos creditórios não transferidos ao fundo[256].

Vale destacar que a Instrução CVM nº 489/2011 permite a reclassificação contábil dos ativos registrados na conta sem aquisição substancial de riscos e benefícios para conta com aquisição substancial de riscos e benefícios, quando, por exemplo, absorvidas as cotas subordinadas pelas perdas de créditos esperadas da carteira e o cedente não se mostre disposto a honrar perdas extraordinárias que porventura possam ocorrer. Nesse caso, o fundo passa a ficar exposto ao risco de crédito do sacado da carteira, ensejando a aludida reclassificação, desde que as condições dispostas na Instrução CVM nº 489/2011 sejam atendidas[257].

Por fim, é pertinente salientar que a administradora do FIDC deverá enviar informe mensal à CVM, e, em até noventa dias após o encerramento do exercício social ao qual se refiram, as demonstrações financeiras anuais do fundo, acompanhadas do parecer do auditor independente, observada a estrutura mínima constante dos anexos à Instrução CVM nº 489/2011[258].

No tocante à classificação contábil das cotas seniores, estas devem ser classificadas como item do patrimônio líquido dos FIDCs[259].

Conclui-se que, com a edição pela CVM da Instrução CVM nº 489, houve a regulamentação e padronização das normas contábeis dos FIDCs aos parâmetros de contabilidade utilizados para as companhias abertas, mas

ao mesmo tempo foi suprimida uma das principais vantagens até então existente nas emissões de cotas de FIDCs consistente na retirada dos direitos creditórios do balanço da cedente ao realizar uma cessão ao FIDC em que a cedente presta garantias ou em que há mecanismos que mitigam os riscos de crédito e de mercado inerentes aos direitos creditórios cedidos ao FIDC – desoneração do balanço da cedente –, vantagem essa que levava muitas empresas até então a optarem pelos FIDCs em detrimento de outras formas de securitização existentes.

Ainda, sob a ótica dos investidores, a manutenção do registro dos direitos creditórios no ativo da empresa cedente pode causar certo desconforto e insegurança aos investidores, já que, ao realizar uma cessão, pela empresa cedente, dos direitos creditórios aos FIDCs, o raciocínio imediato do investidor traduz-se na imediata retirada dos direitos cedidos do ativo da empresa cedente e, por consequência, o ativo – direitos creditórios – passaria a pertencer ao FIDC e, portanto, deveria estar registrado no ativo do fundo. Todavia, esse trâmite não ocorrerá mais em face da edição da Instrução CVM nº 489/2011, conforme disposto neste item.

3.10. Cessão de Créditos

Cessão de crédito é negócio jurídico bilateral, pelo qual o credor (cedente) transfere a outrem (cessionário) seus direitos na relação obrigacional. O devedor do crédito cedido não participa necessariamente da cessão, que pode ser realizada sem a sua anuência[260].

Segundo posição defendida por Maria Helena Diniz, o devedor do crédito cedido não intervém no negócio jurídico, pois sua anuência é dispensável, sendo suficiente que se lhe comunique a cessão[261], a fim de que ele possa tomar conhecimento do legítimo detentor do crédito e então pagar-lhe a prestação devida no momento oportuno[262]. Diniz salienta que, no entanto, a notificação é *conditio sine qua non* para eficácia da cessão de crédito, mas será dispensada se o devedor, por instrumento público ou particular, se declarar ciente da cessão realizada.

Assim ocorre nos FIDCs; especialmente quando se trata de muitos devedores, estes são normalmente notificados via AR (aviso de recebimento) ou até mesmo mediante envio de boleto bancário, do qual conste que os títulos foram cedidos ao fundo, sem a necessidade de os devedores dos direitos de crédito assinarem a notificação que lhes foi enviada.

Ressalte-se, porém, que é de suma importância os devedores tomarem ciência da cessão de crédito realizada, na medida em que a lei os protege, dispondo que se o devedor pagar o credor primitivo, o pagamento será bem-feito, pois o devedor não tinha conhecimento da cessão realizada[263].

A cessão de crédito pode ser gratuita ou onerosa. A cessão de crédito realizada nos FIDCs é uma cessão onerosa, haja vista que o fundo – cessionário – paga ao cedente um valor pelos créditos recebidos da empresa originadora – cedente –, descontado a uma taxa de desconto.

A cessão de créditos pode, ainda, ser total ou parcial. É total quando o cedente titular dos créditos transfere 100% destes; e parcial quando transfere apenas parcela do crédito, permanecendo o credor original com a outra parcela.

Poderá a cessão ser convencional, legal ou judicial. É convencional a cessão decorrente de livre vontade das partes, e legal aquela resultante de determinação legal, como, por exemplo, a sub-rogação legal de uma terceira pessoa (como o fiador) nos direitos do credor original, pelo fato de ter honrado a fiança prestada. A cessão judicial resulta, como o próprio nome sugere, de decisão judicial, tal como a de adjudicação no juízo divisório.

São requisitos da cessão de crédito: (i) por se tratar de negócio jurídico bilateral, é necessária a capacidade das partes, objeto lícito, possível, determinado ou determinável e forma prescrita ou não defesa em lei[264]; (ii) capacidade para os atos de alienação, ilustrando, a título de exemplo, que o falido não tem capacidade para ceder o crédito, salvo se houver autorização judicial; (iii) o objeto da cessão seja passível de ser cedido[265]. A esse propósito, Diniz[266] exemplifica situações em que o crédito não é passível de ser cedido, conforme a seguir: (i) quando a natureza da obrigação por si só

não permitir a cessão, tal como ocorre nos créditos oriundos de direitos personalíssimos, e os créditos acessórios, sem a transferência do principal; (ii) quando a lei vedar a cessão, como por exemplo, não podem ser cedidos créditos já penhorados; (iii) quando for convencionado com o devedor a vedação quanto à cessão dos créditos, a qual, segundo a autora, torna personalíssima a obrigação.

Diante do exposto acima, é de suma importância o trabalho desempenhado pelo custodiante no tocante à verificação dos contratos dos quais decorrem os direitos de crédito cedidos ao fundo, a fim de que o mesmo verifique se em tais contratos não há qualquer vedação para a cessão dos direitos creditórios a terceiros – ao fundo -.

A cessão de créditos abrange os acessórios da dívida, como o direito à percepção de juros, os encargos incidentes sobre o valor principal de uma dívida e todas as garantias vinculadas à obrigação principal[267], salvo se as partes tiverem estipulado que os acessórios não farão parte do objeto da cessão.

A legislação não exige solenidade para que se realize a cessão de crédito, sendo o contrato de cessão simplesmente consensual, pois torna-se perfeito e acabado com o acordo de vontade entre o cedente e o cessionário, não exigindo a tradição do documento para se aperfeiçoar[268]. Para que a cessão de crédito seja eficaz contra terceiros, no entanto, é necessário que seja celebrada mediante instrumento público ou particular, e, neste último caso, deve ser registrado no Cartório de Registro de Títulos e Documentos competente a fim de que produza eficácia *erga omnes*[269].

A cessão de créditos produz os efeitos apontados a seguir. (i) Em relação ao cedente e ao cessionário, o cedente não responde pela solvência do devedor do crédito, salvo se houver estipulação em contrário, hipótese em que a cessão é denominada por alguns doutrinadores como cessão *pro solvendo*[270]. Responde, todavia, pela existência deste na cessão a título oneroso, sendo nas cessões a título gratuito responsável apenas se houver procedido de má-fé, respondendo o cedente também pela validade do crédito[271], mas não responde pela eficácia de uma garantia vinculada ao

crédito cedido, por exemplo. Se, portanto, a empresa originadora em um FIDC cede ao fundo um crédito que ainda não existe, esta se responsabiliza por sua existência, sob pena de a cessão ser declarada nula por falta de objeto. (ii) Em relação ao devedor, se o crédito for penhorado e ele não tiver sido notificado do ato, será válido o pagamento por ele efetuado, haja vista ter agido de boa-fé[272]. Caso haja vários cessionários, o devedor deverá pagar àquele que lhe apresentar o título/contrato que consubstanciou o crédito. Por fim, o devedor, quando tomar ciência da cessão, poderá opor contra o cedente as exceções pessoais (defesas) que lhe competirem[273], como, por exemplo, a de que já houve pagamento do débito ou compensação, sob pena de, se não se manifestar, declarar pagar ao cessionário a prestação devida.

-

96 Fundos de Investimento em Direitos Creditórios. Associação Brasileira de Entidades de Mercados Financeiros e de Capitais; redatores: Antônio Filgueira, Dalton Boechat. – Rio de Janeiro: Anbima, 2015; p. 12.

97 FAGUNDES, João Paulo F. A. Os fundos de investimento em direitos creditórios à luz das alterações promovidas pela instrução CVM 393. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 132, p. 96-105, out./dez. 2003.

98 Art. 2º, incs. III e VII, da Instrução CVM nº 356.

99 Art. 3º da Instrução CVM nº 356/2001: “Os fundos regulados por esta instrução terão as seguintes características:
I – serão constituídos na forma de condomínio aberto ou fechado;
II – somente poderão receber aplicações, bem como ter cotas negociadas no mercado secundário, quando o subscritor ou o adquirente das cotas for **investidor qualificado**;
III **–** cada classe ou série de cotas de sua emissão destinada à colocação pública deve ser classificada por agência classificadora de risco em funcionamento no País; [...]”.
Art. 9º-A da Instrução CVM nº 539/2013: São considerados investidores profissionais:
I – instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil;
II – companhias seguradoras e sociedades de capitalização;
III – entidades abertas e fechadas de previdência complementar;
IV – pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor profissional mediante termo próprio, de acordo com o Anexo 9-A;
V – fundos de investimento;
VI – clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por administrador de carteira de

valores mobiliários autorizado pela CVM;
VII – agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios;
VIII – investidores não residentes.
Art. 9-B da Instrução CVM nº 539/2013: "Art. 9º-B São considerados investidores qualificados:
I – investidores profissionais;
II – pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio, de acordo com o Anexo 9-B;
III – as pessoas naturais que tenham sido aprovadas em exames de qualificação técnica ou possuam certificações aprovadas pela CVM como requisitos para o registro de agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários, em relação a seus recursos próprios; e
IV – clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por um ou mais cotistas, que sejam investidores qualificados.

100 Art. 40, §1º, da Instrução CVM nº 356/2001.

101 SANTANA, Rogério de Araújo. *O fundo de investimento em direitos creditórios como alternativa de financiamento*: 2001–2005. 2006. Dissertação (Mestrado em Economia)–Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2006. f. 61.

102 Fundos de Investimento em Direitos Creditórios. Associação Brasileira de Entidades de Mercados Financeiros e de Capitais; redatores: Antônio Filgueira, Dalton Boechat. – Rio de Janeiro: Anbima, 2015; p. 17.

103 Fundos de Investimento em Direitos Creditórios. Associação Brasileira de Entidades de Mercados Financeiros e de Capitais; redatores: Antônio Filgueira, Dalton Boechat. – Rio de Janeiro: Anbima, 2015; p. 17.

104 **Tributação aplicável aos Fundos Abertos de Longo Prazo**
Art. 1º da Lei nº 11.033, de 21 de dezembro de 2004, e
Art. 6º da IN RFB nº 1.022, de 5 de abril de 2010: "Os fundos de investimento classificados como de longo prazo sujeitam-se à incidência do imposto sobre a renda na fonte, por ocasião do resgate, observado o disposto no art. 9º, às seguintes alíquotas:
I – 22,5% (vinte e dois inteiros e cinco décimos por cento), em aplicações com prazo de até 180 (cento e oitenta) dias;
II – 20% (vinte por cento), em aplicações com prazo de 181 (cento e oitenta e um) dias até 360 (trezentos e sessenta) dias;
III – 17,5% (dezessete inteiros e cinco décimos por cento), em aplicações com prazo de 361 (trezentos e sessenta e um) dias até 720 (setecentos e vinte) dias;
IV – 15% (quinze por cento), em aplicações com prazo acima de 720 (setecentos e vinte) dias".
Art. 4º, § 4º da IN RFB nº 1.022, de 5 de abril de 2010: "Os prazos médios das cotas dos fundos de investimento de longo prazo serão sempre considerados como de 366 (trezentos e sessenta e seis) dias".

Art. 7º da IN RFB nº 1.022, de 5 de abril de 2010: "No caso de alteração da composição ou do prazo médio da carteira dos fundos de investimento de longo prazo que implique modificação de seu enquadramento para fins de determinação do regime tributário, serão observadas as seguintes disposições:

I – o imposto sobre a renda na fonte incidirá no último dia útil do mês de maio ou novembro imediatamente posterior à ocorrência, à alíquota de 15% (quinze por cento) sobre o rendimento produzido até o dia imediatamente anterior ao da alteração de condição, e à alíquota de 20% (vinte por cento) sobre o rendimento produzido a partir do dia do desenquadramento;

II – caso haja resgate, a alíquota aplicável será aquela correspondente ao prazo da aplicação, de acordo com o estabelecido no art. 6º para o rendimento produzido até o dia imediatamente anterior ao da alteração de condição, e de acordo com o art. 8º para o rendimento produzido a partir do dia do desenquadramento."

Tributação aplicável aos Fundos Abertos de Curto Prazo:

Art. 8º da IN RFB nº 1.022, de 5 de abril de 2010: "Os fundos de investimento classificados como de curto prazo sujeitam-se à incidência do imposto sobre a renda na fonte, por ocasião do resgate, observado o disposto no art. 9º, às seguintes alíquotas:

I – 22,5% (vinte e dois inteiros e cinco décimos por cento), em aplicações com prazo de até 180 (cento e oitenta) dias;

II – 20% (vinte por cento), em aplicações com prazo acima de 180 (cento e oitenta) dias".

Art. 3º, § 1º da IN RFB nº 1.022, de 5 de abril de 2010: "II – fundo de investimento de curto prazo aquele cuja carteira de títulos tenha prazo médio igual ou inferior a 365 (trezentos e sessenta e cinco) dias".

Incidência dos tributos aplicável aos Fundos Abertos de curto e longo prazos:

Art. 1º, § 2º, da Lei nº 11.033, de 21 de dezembro de 2004, e

Art. 9º da IN RFB nº 1.022, de 5 de abril de 2010: "A incidência do imposto sobre a renda na fonte sobre os rendimentos auferidos por qualquer beneficiário, inclusive pessoa jurídica isenta, nas aplicações em fundos de investimento, classificados como de curto ou de longo prazo, ocorrerá:

I – no último dia útil dos meses de maio e novembro de cada ano, ou no resgate, se ocorrido em data anterior, sem prejuízo do disposto no § 2º;

II – na data em que se completar cada período de carência para resgate de cotas com rendimento ou no resgate de cotas, se ocorrido em outra data, no caso de fundos com prazo de carência de até 90 (noventa) dias, sem prejuízo do disposto no § 2º.

§ 1º A incidência do imposto a que se refere o **caput** será apurada de acordo com as seguintes alíquotas:

I – 20% (vinte por cento) no caso de fundos de investimento de curto prazo; e

II – 15% (quinze por cento) no caso de fundos de investimento de longo prazo.

§ 2º Por ocasião do resgate das cotas será aplicada alíquota complementar de acordo com o previsto nos incisos I a IV do **caput** do art. 6º ou nos incisos I e II do art. 8º".

Art. 10º da IN RFB nº 1.022, de 5 de abril de 2010: "O administrador do fundo de investimento de longo ou de curto prazo deverá, nas datas a que se refere o art. 9º, reduzir a quantidade de cotas de cada contribuinte em valor correspondente ao imposto sobre a renda devido. Parágrafo único. O valor do imposto sobre a renda retido será debitado diretamente à conta-corrente do fundo de investimento".

Tributação aplicável aos Fundos Fechados:

Art. 1º da Lei no 11.033, de 21 de dezembro de 2004, e
Art. 16º da IN RFB no 1.022, de 5 de abril de 2010: "Os ganhos auferidos na alienação de cotas de fundos de investimento constituídos sob a forma de condomínio fechado, que não admitem resgate de cotas durante o prazo de duração do fundo, são tributados:
I – de acordo com as disposições previstas no art. 45, quando auferidos:
a) por pessoa física em operações realizadas em bolsa, desde que a carteira do fundo esteja constituída de acordo com o disposto no § 2o do art. 18;
b) por pessoa jurídica em operações realizadas dentro ou fora de bolsa;
II – de acordo com as regras aplicáveis aos ganhos de capital na alienação de bens ou direitos de qualquer natureza, quando auferidos por pessoa física em operações realizadas fora de bolsa.
§ 1º Ocorrendo o resgate das cotas, em decorrência do término do prazo de duração ou da liquidação do fundo, o rendimento será constituído pela diferença positiva entre o valor de resgate e o custo de aquisição das cotas, sendo tributado na fonte à alíquota aplicável:
I – aos fundos de ações, se obedecida a condição de que trata a alínea "a" do inciso I do **caput**;
II – aos demais fundos de investimento, nas outras hipóteses.
§ 2º No caso de amortização de cotas, o imposto incidirá sobre o valor que exceder o respectivo custo de aquisição, às alíquotas de que trata o § 1o".
Art. 46º da IN RFB no 1.022, de 5 de abril de 2010, cominado com o disposto no art. 2o da Lei no 11.033, de 21 de dezembro de 2004: "Os ganhos líquidos auferidos em alienações ocorridas nos mercados à vista, em operações liquidadas nos mercados de opções e a termo e em ajustes diários apurados nos mercados futuros sujeitam-se ao imposto sobre a renda à alíquota de 15% (quinze por cento)".

105 Isenção às instituições financeiras: art. 77, inciso I da Lei nº 8.981, de 20 de janeiro de 1995; Isenção aos fundos de investimento: art. 68, I, da Lei nº 8.981, de 20 de janeiro de 1995; Isenção às entidades de previdência: art. 5º da Lei nº 11.053, de 29 de dezembro de 2004, e PRODUTOS de Captação: FIDC: Anbima/Cetip (Estudos Especiais), p. 66.

106 **Art. 4º** da IN RFB nº 1.022, de 5 de abril de 2010: "Para os efeitos da classificação dos fundos a que se refere o art. 3º, deverá ser adotada a seguinte metodologia:
[...]
§ 5º Serão excluídos do cálculo do prazo médio da carteira do fundo os seguintes títulos ou valores mobiliários e operações:
[...]
V – operações com direitos creditórios, conforme definição dada pela Comissão de Valores Mobiliários, integrante das carteiras dos fundos de investimentos de direitos creditórios; [...]."

107 Art. 63 da Lei nº 5.172, de 25 de outubro de 1966: "O imposto, de competência da União, sobre operações de crédito, câmbio e seguro, e sobre operações relativas a títulos e valores mobiliários tem como fato gerador:
[...]
IV – quanto às operações relativas a títulos e valores mobiliários, a emissão, transmissão, pagamento ou resgate destes, na forma da lei aplicável.
Art. 25. do Decreto nº 6.306, de 14 de dezembro de 2007: O fato gerador do IOF é a aquisição, cessão, resgate, repactuação ou pagamento para liquidação de títulos e valores mobiliários. Art. 32. O

IOF será cobrado à alíquota de um por cento ao dia sobre o valor do resgate, cessão ou repactuação, limitado ao rendimento da operação, em função do prazo, conforme tabela constante do Anexo.
§ 1º O disposto neste artigo aplica-se:
I – às operações realizadas no mercado de renda fixa;
II – ao resgate de cotas de fundos de investimento e de clubes de investimento, ressalvado o disposto no inciso IV do § 2º."

[108] GAGGINI, Fernando Schwarz. *Securitização de recebíveis*, p. 86.

[109] Art. 2º da Instrução nº 356 da CVM: "Para efeito do disposto nesta instrução, considera-se:
[…]
XV – coobrigação: é a obrigação contratual ou qualquer outra forma de retenção substancial dos riscos de crédito do ativo adquirido pelo fundo assumida pelo cedente ou terceiro, em que os riscos de exposição à variação do fluxo de caixa do ativo permaneçam com o cedente ou terceiro.

[110] Art. 2º da Instrução nº 356 da CVM: "Para efeito do disposto nesta instrução, considera-se: [...]
XII – cota de classe subordinada: aquela que se subordina às demais para efeito de amortização e resgate."

[111] SANTANA, Rogério de Araújo. *O fundo de investimento em direitos creditórios como alternativa de financiamento:* 2001–2005, f. 67.

[112] Fundos de Investimento em Direitos Creditórios. Associação Brasileira de Entidades de Mercados Financeiros e de Capitais; redatores: Antônio Filgueira, Dalton Boechat. – Rio de Janeiro: Anbima, 2015; p. 28.

[113] SANTANA, Rogério de Araújo. *O fundo de investimento em direitos creditórios como alternativa de financiamento:* 2001–2005, f. 38.

[114] Art. 9º da Instrução CVM 400/300: "O prazo previsto no art. 8º poderá ser interrompido uma única vez se a CVM, por ofício encaminhado ao líder da distribuição e com cópia para o ofertante ou, se for o caso, para os fundadores, solicitar documentos, alterações e informações adicionais relativos ao pedido de registro de distribuição e à atualização de informações relativas ao **registro de companhia aberta**, solicitação esta que será formulada em ato único e conjunto pelas áreas responsáveis da CVM que devam se manifestar na ocasião". Anexo II da Instrução CVM 400/300 – Documentos e Informações Exigidos Para o Registro – [...] 11. declaração de que o registro de companhia aberta está atualizado perante a CVM, se for o caso.

[115] Art. 14 da Instrução CVM nº 476 – "observado o período de vedação à negociação previsto no art. 13, os valores mobiliários ofertados de acordo com esta Instrução poderão ser negociados nos mercados de balcão organizado e não-organizado, mas não em bolsa, sem que o emissor possua o registro de que trata o art. 21 da Lei nº 6.385, de 1976".
Art. 21 da Lei nº 6.385/1976: "A Comissão de Valores Mobiliários manterá, além do registro de que trata o Art. 19: I – o registro para negociação na bolsa; II – o registro para negociação no mercado de balcão, organizado ou não. § 1º – Somente os valores mobiliários emitidos por companhia registrada nos termos deste artigo podem ser negociados na bolsa e no mercado de balcão."

[116] Art. 1º da Instrução CVM 476/2009: “Serão regidas pela presente Instrução, as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos:
§1º Esta Instrução se aplica exclusivamente às ofertas públicas de:
[...]
IV – cotas de fundos de investimento fechados.
Art. 7º-A da Instrução CVM 476/2009: “O início da oferta pública distribuída com esforços restritos deverá ser informado pelo intermediário líder à CVM, no prazo de 5 (cinco) dias úteis, contado da primeira procura a potenciais investidores.”
Art. 8º da Instrução CVM 476/2009: “O encerramento de oferta pública distribuída com esforços restritos deverá ser informado pelo intermediário líder à CVM, no prazo de 5 (cinco) dias, contado de seu encerramento”.

[117] Fundos de Investimento em Direitos Creditórios. Associação Brasileira de Entidades de Mercados Financeiros e de Capitais; redatores: Antônio Filgueira, Dalton Boechat. – Rio de Janeiro: Anbima, 2015; p. 12.

[118] ANAYA, Márcio. Fundos de investimento em direitos creditórios (FIDCs) ampliam retorno e podem ganhar cotistas em meio a turbulência. *Revista Valor Investe*, ano 6, n. 22, out. 2008. (Crédito Blindado).

[119] Fundos de Investimento em Direitos Creditórios. Associação Brasileira de Entidades de Mercados Financeiros e de Capitais; redatores: Antônio Filgueira, Dalton Boechat. – Rio de Janeiro: Anbima, 2015; p. 29.

[120] Art. 38, parágrafos 7 e 13 da Instrução CVM nº 356.

[121] A definição de investidor qualificado, segundo a Instrução CVM nº 539, encontra-se transcrita na nota de rodapé nº 99, neste capítulo.

[122] De acordo com o art. 2ºda Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, são valores mobiliários:
“I – as ações, debêntures e bônus de subscrição;
II – os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II;
III – os certificados de depósito de valores mobiliários;
IV – as cédulas de debêntures;
V – as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos;
VI – as notas comerciais;
VII – os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários;
VIII – outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e
IX – quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros” (sem grifo no original).

[123] LEITE, Cristiano da Cruz. O papel do advogado na estruturação de fundo de recebíveis. In: LIMA NETO, Lucas de. *Securitização de ativos*: a era da desintermediação financeira, p. 52.

[124] Art. 12º da Instrução CVM nº 356.

[125] EIZIRIK, Nelson et al. *Mercado de capitais* – regime jurídico. 3. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 105.

[126] Art. 6º da Instrução CVM nº 356.

[127] Art. 2º, inc. XIII, da Instrução CVM nº 356.

[128] Art. 12, § 2º, da Instrução CVM nº 356.

[129] FAGUNDES, João Paulo F. A. Os fundos de investimento em direitos creditórios à luz das alterações promovidas pela instrução CVM 393. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 132, p. 100.

[130] Art. 15, §§ 1º e 2º, da Instrução CVM nº 356.

[131] Art. 18-A da Instrução CVM nº 356.

[132] Art. 18-B da Instrução CVM nº 356.

[133] Art. 12, §§ 3º e 4º, da Instrução CVM nº 356.

[134] Art. 20, § 2º, da Instrução CVM nº 356.

[135] Minuta da Instrução CVM nº 393.

[136] Art. 11 da Instrução CVM nº 356.

[137] Arts. 16 e 17 da Instrução CVM nº 356.

[138] EIZIRIK, Nelson et al. *Mercado de capitais* – regime jurídico. 3. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 104.

[139] Art. 17, § 1º, da Instrução CVM nº 356.

[140] Art. 3, inc. III, da Instrução CVM nº 356.

[141] Art. 36 da Instrução CVM nº 356. “É vedado à instituição administradora, em nome do fundo:
[...]
VIII – prometer rendimento predeterminado aos condôminos;
[...]”.

[142] SANTANA, Rogério de Araújo. *O fundo de investimento em direitos creditórios como alternativa de financiamento*: 2001–2005, f. 63.

[143] Art. 26 da Instrução CVM nº 356.

[144] Arts. 27 e 28 da Instrução CVM nº 356.

[145] Art. 29 e § 1º da Instrução CVM nº 356.

[146] Art. 29, §§ 2º e 3º, da Instrução CVM nº 356.

[147] Fundos de Investimento em Direitos Creditórios. Associação Brasileira de Entidades de Mercados Financeiros e de Capitais; redatores: Antônio Filgueira, Dalton Boechat. – Rio de Janeiro: Anbima, 2015; p. 33.

[148] Ibidem, loc. cit.

[149] Art. 2 – Das Definições, inc. I, e art. 40, § 8º, da Instrução CVM nº 356.

[150] Art. 40 da Instrução CVM nº 356.

[151] Art. 40, § 1º, da Instrução CVM nº 356.

[152] Art. 40, §§ 2º e 3º, da Instrução CVM nº 356.

[153] Art. 40-A e Art. 39, § 2º, da Instrução CVM nº 356.

[154] Art. 40-A, §§ 1º, 2º e 3º, da Instrução CVM nº 356.

[155] Audiência Pública SDM nº 05/2012, de 6 de fevereiro de 2013.

[156] Art. 40-A, § 4º, da Instrução CVM nº 356.

[157] Art. 40-A, § 9º, da Instrução CVM nº 356.

[158] Fundos de Investimento em Direitos Creditórios. Associação Brasileira de Entidades de Mercados Financeiros e de Capitais; redatores: Antônio Filgueira, Dalton Boechat. – Rio de Janeiro: Anbima, 2015; p. 27.

[159] Art. 24, inc. V-a, e § 1º, inc. VII, da Instrução CVM nº 356.

[160] Art. 24, § 1º, inc. VII, da Instrução CVM nº 356:
“VII – a validação dos direitos creditórios, observado o disposto no § 12 do art. 38, quanto:
[...]
§ 3º Os atributos dos direitos creditórios que devem ser enquadrados como critérios de elegibilidade são aqueles validados a partir de informações:
I – que estejam sob o controle do custodiante;
II – que estejam sob o controle dos prestadores de serviço contratados pelo custodiante conforme o disposto no § 6º do art. 38; ou
III – que possam ser obtidas por meio de esforços razoáveis.”

Art. 39 da Instrução CVM nº 356: "A instituição administradora pode, sem prejuízo de sua responsabilidade e do diretor ou sócio-gerente designado, mediante deliberação da assembleia geral de condôminos ou desde que previsto no regulamento do fundo, contratar serviços de:
[....]
§ 3º O consultor especializado e o cedente podem exercer as atividades de:
a) agente de cobrança de que trata o inciso IV do caput; e
b) validação das condições de cessão de que trata a alínea 'b' do inciso VII do § 1º do art. 24."

161 Art. 14 da Instrução CVM nº 356: "As cotas do fundo devem ter seu valor calculado pelo menos por ocasião das demonstrações financeiras mensais e anuais, mediante a utilização de metodologia de apuração do valor dos direitos creditórios e dos demais ativos financeiros integrantes da respectiva carteira, estabelecida no regulamento do fundo (art. 24, inciso XIII), de acordo com critérios consistentes e passíveis de verificação, amparados por informações externas e internas que levem em consideração aspectos relacionados ao devedor, aos seus garantidores e às características da correspondente operação, **adotando-se o valor de mercado, quando houver**" (sem grifo no original).

162 Instrução CVM nº 504, de 1º de janeiro de 2012.

163 Art. 2º, incs. V e VI, da Instrução CVM nº 356.

164 EIZIRIK, Nelson et al. *Mercado de capitais* – regime jurídico, p. 103.

165 §§1º, 2º e 3º do art. 17 da Instrução CVM nº 356.

166 Art. 21 da Instrução CVM nº 356.

167 PRODUTOS de Captação: FIDC: Anbima/Cetip (Estudos Especiais), p. 33.

168 Art. 9º da Instrução CVM nº 356.

169 Relatório de Análise elaborado pela Superintendência de Desenvolvimento de Mercado da CVM – Audiência Pública SDM nº 05/2012 – Processo CVM nº RJ 2009-7807, p. 3.

170 Art. 32 da Instrução CVM nº 356.

171 O art. 23 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, estabelece os requisitos necessários para que o administrador desempenhe suas funções:
"Art. 23. O exercício profissional da administração de carteiras de valores mobiliários de outras pessoas está sujeito à autorização prévia da Comissão.
§ 1º – O disposto neste artigo se aplica à gestão profissional e recursos ou valores mobiliários entregues ao administrador, com autorização para que este compre ou venda valores mobiliários por conta do comitente.
§ 2º – Compete à Comissão estabelecer as normas a serem observadas pelos administradores na gestão de carteiras e sua remuneração, observado o disposto no Art. 8º, inciso IV."

172 As obrigações do administrador dos FIDCs estão elencadas no art. 34 da Instrução CVM nº 356.

[173] Art. 34, § 2º e 39, § 4º da Instrução CVM nº 356.

[174] Relatório de Análise elaborado pela Superintendência de Desenvolvimento de Mercado da CVM – Audiência Pública SDM nº 05/2012, p 11.

[175] Art. 34, inc. X, da Instrução CVM nº 356.

[176] Art. 39 da Instrução CVM nº 356: "A instituição administradora pode, sem prejuízo de sua responsabilidade e do diretor ou sócio-gerente designado, mediante deliberação da assembleia geral de condôminos ou desde que previsto no regulamento do fundo, contratar serviços de:
[....]
§ 1º Caso o administrador acumule as funções de gestão e de custódia do FIDC, deve manter total segregação de tais atividades nos termos da regulamentação aplicável aos administradores de carteira de valores mobiliários."

[177] Art. 39, incs. I a IV, da Instrução CVM nº 356.

[178] FREITAS, José Alexandre. O administrador de fundos de investimento em direitos creditórios. In: LIMA NETO, Lucas de (Org.). *Securitização de ativos*: a era da desintermediação financeira, p. 61.

[179] Conforme dispõe o art. 8º da Instrução CVM nº 356/01, o funcionamento dos fundos regulados por esta Instrução depende do prévio registro na CVM:
"[...]
V – a designação de diretor ou sócio-gerente da instituição administradora, nos termos da regulamentação vigente, para responder, civil e criminalmente, pela gestão, supervisão e acompanhamento do fundo, bem como pela prestação de informações a esse relativas". Ainda sobre este tópico, José Alexandre Freitas argumenta que o administrador não tem direito de transigir as regras instituídas no regulamento, tampouco pode renunciar a direitos que pertençam ao fundo, sob pena de responsabilizar-se civil e criminalmente por tal ação ou omissão, devendo, portanto, o administrador consultar previamente os cotistas, convocando assembleia, para que estes deliberem sobre as referidas matérias.(FREITAS, José Alexandre. O administrador de fundos de investimento em direitos creditórios. In: LIMA NETO, Lucas de (Org.). *Securitização de ativos*: a era da desintermediação financeira, p. 65).

[180] Art. 35 da Instrução nº 356 da CVM.

[181] Art. 37 da Instrução CVM nº 356.

[182] Art. 10, da Instrução CVM nº 356/2001.

[183] Essas condições da cessão devem constar do regulamento do fundo, na seção que trata da política de investimento deste, bem como as características dos recebíveis que podem ser cedidos ao fundo, como: prazo, valores, histórico de inadimplência, dentre outras.

[184] Art. 39, inc. I, da Instrução CVM nº 356.

[185] Relatório de Análise elaborado pela Superintendência de Desenvolvimento de Mercado da CVM – Audiência Pública SDM nº 05/2012, p. 41.

[186] Art. 39, § 3º, da Instrução CVM nº 356.

[187] Art. 38 da Instrução CVM nº 356 – "O custodiante é responsável pelas seguintes atividades:
I – validar os direitos creditórios em relação aos critérios de elegibilidade estabelecidos no regulamento;
II – receber e verificar a documentação que evidencia o lastro dos direitos creditórios representados por operações financeiras, comerciais e de serviços;
III – durante o funcionamento do fundo, em periodicidade trimestral, verificar a documentação que evidencia o lastro dos direitos creditórios representados por operações financeiras, comerciais e de serviços;
IV – realizar a liquidação física e financeira dos direitos creditórios, evidenciados pelo instrumento de cessão de direitos e documentos comprobatórios da operação;
V – fazer a custódia e a guarda da documentação relativa aos direitos creditórios e demais ativos integrantes da carteira do fundo;
VI – diligenciar para que seja mantida, às suas expensas, atualizada e em perfeita ordem a documentação dos direitos creditórios, com metodologia pré-estabelecida e de livre acesso para auditoria independente, agência de classificação de risco de crédito contratada pelo fundo e órgãos reguladores; e
VII – cobrar e receber, em nome do fundo, pagamentos, resgate de títulos ou qualquer outra renda relativa aos títulos custodiados, depositando os valores recebidos diretamente em:
a) conta de titularidade do fundo; ou
b) conta especial instituída pelas partes junto a instituições financeiras, sob contrato, destinada a acolher depósitos a serem feitos pelo devedor e ali mantidos em custódia, para liberação após o cumprimento de requisitos especificados e verificados pelo custodiante (*escrow account*).

[188] Relatório de Análise elaborado pela Superintendência de Desenvolvimento de Mercado da CVM – Audiência Pública SDM nº 05/2012, pp 16 e art. 38, § 12 da Instrução CVM nº 356.

[189] Art. 38, § 1º e § 2º, da Instrução nº 356 da CVM.

[190] Art. 8º, § 3º, incs. III e IV, da Instrução CVM nº 356.

[191] Art. 38, § 3º e § 5º, da Instrução nº 356 da CVM.

[192] Art. 38, § 6º, da Instrução nº 356 da CVM.

[193] Art. 38, § 7º, da Instrução nº 356 da CVM.

[194] Art. 38, § 9º, da Instrução nº 356 da CVM.

[195] Art. 38, § 10º, da Instrução nº 356 da CVM.

[196] GAZONI, Pedro Luiz; MOLLEIN, Juan. Ratings de operações estruturadas no Brasil. In: Lima Neto, Lucas de. *Securitização de ativos*: a era da desintermediação financeira, p. 93.

[197] Em 25 de abril de 2012 foi editada pela CVM a Instrução nº 521, a qual estabeleceu que a classificação de risco de crédito no âmbito do mercado de valores mobiliários é atividade privativa de agência de classificação de risco de crédito registrada, no caso de agência domiciliada no Brasil, ou reconhecida, no caso de agência domiciliada no exterior, pela CVM, atribuindo, portanto, a obrigatoriedade de seu registro perante a Superintendência de Relações com Investidores Institucionais (SIN) ou do seu reconhecimento pela CVM, no caso de agência domiciliada no exterior; nessa hipótese, esta, dentre outros requisitos, deverá estar registrada e submetida à supervisão por autoridade competente em seu país de origem e constituir representante legal no Brasil com poderes expressos para receber, em nome da agência, quaisquer citações ou intimações.

[198] Art. 3, inc. III, da Instrução CVM nº 356/2001: "cada classe ou série de cotas de sua emissão destinada à colocação pública deve ser classificada por agência classificadora de risco em funcionamento no País".

[199] Art. 23-A da Instrução CVM nº 356/2001.

[200] Austin rebaixa *rating* de FIDC Silverado. *Valor Econômico*, 12 set. 2011. Caderno de Finanças.

[201] Art. 44 da Instrução ICVM nº 356: "As demonstrações financeiras anuais do fundo estarão sujeitas às normas contábeis expedidas pela CVM e serão auditadas por auditor independente registrado na CVM".

[202] Art. 57-A da Instrução ICVM nº 356: "Nas hipóteses de incorporação, fusão, cisão, encerramento das atividades ou transferência de instituição administradora, o auditor independente deverá emitir opinião sobre as demonstrações financeiras dos fundos envolvidos nas respectivas datas-base do evento".

[203] VIEIRA, Eliardo Araújo Lopes; GAZONI, Pedro Luiz; MOLLEIN, Juan. Auditoria em fundos de investimento em direitos creditórios. In: LIMA NETO, Lucas de. *Securitização de ativos*: a era da desintermediação financeira, p. 125.

[204] Art. 8º, § 6º, da Instrução CVM nº 356.

[205] Art. 8º, § 7º, da Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003.

[206] Art. 1º, §§ 1º e 2º, da Instrução CVM nº 444/06.

[207] Art. 4º, da Instrução CVM nº 444/2006, alterada pela Instrução CVM nº 554/2014.

[208] Art. 7º, § 1º, da Instrução CVM nº 444/2006.

[209] CAPITALIZANDO o problema. *Capital Aberto*, ano 10, n. 114, fev. 2013. Disponível em: <www.capitalaberto.com.br>. Acesso em: 25 mar. 2013.

[210] http://www.anfidc.com.br/noticias/nota/articletype/articleview/articleid/374/numerorecorde-de-fidc-em-operacao-e-pl-volta-a-crescer.aspx. Acesso em 15 de julho de 2015.

[211] Art. 18, inciso VII da Resolução CMNº3792, de 24 de setembro de 2009.

[212] AFONSO, José da Silva. *Curso de Direito Constitucional Positivo*. 19. ed. São Paulo: Malheiros, 2001. p. 802.

[213] Ainda a respeito do fato de, segundo ensinamento de Eduardo Salomão Neto, o Sistema Financeiro Nacional ser encabeçado pelo CMN e, logo abaixo deste, estar o Banco Central, foi atribuída ao primeiro, em linhas gerais, competência regulamentar e, ao segundo, competência executiva e fiscalizatória em relação à atividade bancária (SALOMÃO NETO, Eduardo. *Direito bancário*, p. 82).

[214] Segundo Eizirik et al., a atuação da CVM deve pautar-se pela eficiência de seus atos, procurando, sempre que possível, agir com rapidez; para tanto, segundo o referido autor, precisa ser tratada, a exemplo do que ocorre no sistema jurídico norte-americano como verdadeira instância regulatória que é, cuja capacidade normativa, frente a conceitos indeterminados como condições artificiais de demanda, manipulação de preço, operações fraudulentas, práticas não equitativas, revela-se necessária à disciplina eficaz do mercado (EIZIRIK, Nelson et al. *Mercado de capitais* – regime jurídico, p. 271).

[215] Art. 3º, inc. III, da Lei nº 6.385/1976.

[216] Art. 8º, inc. I, da Lei nº 6.385/1976.

[217] Eizirik et al. salientam que hoje se fala em atuações quase-legislativas e quase-judicantes das agências reguladoras e não apenas na delegação de parcelas de funções estatais. O moderno direito administrativo, de acordo com esses autores, desloca o tratamento das autarquias especiais do âmbito do controle exclusivo do Poder Executivo, para situá-las como entidades dotadas de autonomia e, portanto, independentes de todos os poderes estatais (EIZIRIK, Nelson et al. *Mercado de capitais* – regime jurídico, p. 252).

[218] FERREIRA, Catarina Iazzetti. O papel desempenhado pela CVM na evolução dos fundos de investimento em direitos creditórios no Brasil. In: LIMA NETO, Lucas de. *Securitização de ativos*: a era da desintermediação financeira, p. 31.

[219] O art. 4º da Lei nº 10.303/01 alterou o art. 2º da Lei nº 6.385/1976:

"Art. 2º – São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:

I – as ações, debêntures e bônus de subscrição;

II – os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II;

III – os certificados de depósito de valores mobiliários;

IV – as cédulas de debêntures;

V – as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos;

VI – as notas comerciais;
VII – os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários;
VIII – outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e
IX – quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros."

220 Ainda segundo Ferreira, a CVM detém função de fiscalização do mercado, de maneira a coibir e punir condutas que lhe sejam danosas. Dessa forma, a CVM age imbuída de seu poder de polícia (FERREIRA, Catarina Iazzetti. O papel desempenhado pela CVM na evolução dos fundos de investimento em direitos creditórios no Brasil. In: Lima Neto, Lucas de. *Securitização de ativos*: a era da desintermediação financeira, p. 42).

221 Art. 5º da Lei nº 6.385/1976.

222 EIZIRIK, Nelson et al. *Mercado de capitais* – regime jurídico, p. 267.

223 Art. 2º, inc. XIII, da Instrução CVM nº 356.

224 Art. 8º da Instrução CVM nº 356.

225 Art. 20 da Instrução CVM nº 356.

226 Art. 20, § 1º, da Instrução CVM nº 356.

227 Art. 9º, § 1º, da Lei nº 6.385/1976.

228 Art. 9º, incs. II e V, da Lei nº 6.385/1976:
"[...]
II – intimar as pessoas referidas no inciso I a prestar informações, ou esclarecimentos, sob cominação de multa, sem prejuízo da aplicação das penalidades previstas no art. 11; [...]
V – apurar, mediante processo administrativo, atos ilegais e práticas não equitativas de administradores, membros do conselho fiscal e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do mercado".

229 EIZIRIK, Nelson et al. *Mercado de capitais* – regime jurídico, p. 276.

230 Art. 5º da Instrução CVM nº 356.

231 Art. 24 da Instrução CVM nº 356.

232 Art. 25 da Instrução CVM nº 356.

233 Art. 26, parágrafo único, da Instrução CVM nº 356.

234 Art. 24, § 1º, da Instrução CVM nº 356.

[235] Art. 5º da Instrução CVM nº 356.

[236] Art. 23, § 1º, da Instrução CVM nº 356.

[237] Art. 49 da Instrução CVM nº 356.

[238] Art. 56, §5º, da Instrução CVM nº 400: O ofertante e a instituição líder deverão declarar que o Prospecto contém as informações relevantes necessárias ao conhecimento pelos investidores da oferta, dos valores mobiliários ofertados, da emissora, suas atividades, situação econômico-financeira, os riscos inerentes à sua atividade e quaisquer outras informações relevantes, bem como que o Prospecto foi elaborado de acordo com as normas pertinentes.

[239] SANTANA, Rogério de Araújo. *O fundo de investimento em direitos creditórios como alternativa de financiamento*: 2001–2005, f. 56.

[240] FAGUNDES, João Paulo F. A. Os fundos de investimento em direitos creditórios à luz das alterações promovidas pela instrução CVM 393. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 132, p. 96-105, out./dez. 2003.

[241] Dados extraídos de ANAYA, Márcio. Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs) ampliam retorno e podem ganhar cotistas em meio à turbulência. *Revista Valor Investe*, Crédito Blindado.

[242] Art. 1, inciso II da Lei nº12.431, de 24 de junho de 2011.

[243] Art. 1, § 1º-A da Lei nº 12.431, de 24 de junho de 2011.

[244] Art. 1, § 1º-D. da Lei nº 12.431, de 24 de junho de 2011 – § 1º –D: “Para fins do disposto neste artigo, os fundos de investimento em direitos creditórios e os certificados de recebíveis imobiliários podem ser constituídos para adquirir recebíveis de um único cedente ou devedor ou de empresas pertencentes ao mesmo grupo econômico.”

[245] Art. 86 da Instrução CVM 409: “O fundo observará os seguintes limites de concentração por emissor, sem prejuízo das normas aplicáveis à sua classe (art. 92):
[...]
II – até 10% (dez por cento) do patrimônio líquido do fundo quando o emissor for companhia aberta;” (AGORA É FIDC – MP 601 anima estruturadores a planejar fundos de direitos creditórios para investir em infraestrutura. Revista Capital Aberto, Edição Ano 10, n 115, mar. 2013).

[246] Art. 2 da Lei nº 12.431/2011.

[247] O assunto será abordado com mais detalhes adiante, neste item.

[248] SANTANA, Rogério de Araújo. *O fundo de investimento em direitos creditórios como alternativa de financiamento*: 2001–2005, f. 40.

[249] De acordo com o disposto no art. 42 da Instrução CVM nº 356, o fundo deve ter escrituração contábil própria. Conforme reza o art. 44 da Instrução CVM nº 356, as demonstrações financeiras anuais do fundo estarão sujeitas às normas contábeis expedidas pela CVM e serão auditadas por auditor independente registrado na CVM. Dispõe o parágrafo único deste último artigo: "Enquanto a CVM não editar as normas referidas no caput, aplicam-se ao fundo as disposições do Plano Contábil das Instituições do Sistema Financeiro Nacional – COSIF, editado pelo Banco Central do Brasil".

[250] DELOITTE – FIDC. Disponível em: <http://www.abbc.org.br/abbc/web/arquivos/forum_abbc_instrucao_cvm_489.pdf>. Acesso em: 27 maio 2012.

[251] Art. 2 da Instrução CVM nº 489/2011. De acordo com o estudo realizado pela Deloitte, os FIDCs deverão seguir os seguintes pronunciamentos técnicos emitidos pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis – (CPC): CPC 30 – Receitas; CPC 38 – Instrumentos financeiros: Reconhecimento e Mensuração; CPC 39 – Instrumentos financeiros: Apresentação; e CPC 40 – Instrumentos financeiros: Evidenciação (ibidem).

[252] De acordo com o art. 3 da Instrução CVM nº 489/2011, estão enquadradas na classificação "operações com aquisição substancial dos riscos e benefício": *a)* cessão incondicional de direito creditório incluindo o direito de vendê-lo pelo valor justo, em sua totalidade, de forma autônoma e sem imposição de restrições adicionais à operação de venda; e *b)* cessão de direito creditório em conjunto com opção de revenda pelo valor justo no momento da revenda. Na classificação "operações sem aquisição substancial dos riscos e benefício" encontram-se: *a)* cessão de direito creditório em conjunto com compromisso de revenda do mesmo ativo a preço fixo ou preço de compra adicionado de quaisquer rendimentos; *b)* cessão de direito creditório em conjunto com operações de derivativos ou seguros nas quais o cedente ou parte relacionada garanta um retorno mínimo a quaisquer classes de cotas ou transfira a exposição ao risco de mercado ou de crédito de volta ao cedente ou parte relacionada; *c)* cessão de direitos creditórios para os quais o cedente ou parte relacionada garanta, por qualquer forma, inclusive com a aquisição de cotas subordinadas, compensar o fundo, no mínimo, pelas perdas de crédito prováveis de ocorrer; e *d)* quaisquer outros mecanismos, fora das condições normais de mercado, que visem mitigar a exposição ao risco de mercado ou de crédito do fundo, como recompra, substituição ou permuta de direitos creditórios ou, ainda, aporte de cotas subordinadas pelo cedente ou parte relacionada, de forma recorrente ou sistemática.

[253] RELATÓRIO DE ANÁLISE – SNC. Processo RJ 2009/12393 – Audiência Pública SNC Fundos nº 01/2010. (Disponível em: < www.cvm.gov.br>. Acesso em: 27 mar. 2013.

[254] O art. 4, parágrafos primeiro e segundo, da Instrução CVM nº 489/2011 estabelece que o fundo adquire substancialmente todos os riscos e benefícios de propriedade do direito creditório objeto da operação de transferência quando sua exposição à variação no fluxo de caixa esperado associado ao direito creditório objeto da operação seja relevante. No entanto, de acordo com o citado artigo, o fundo não está substancialmente exposto à variação do fluxo de caixa esperado associado ao direito creditório quando o cedente ou parte relacionada, em relação à operação de cessão, assumir obrigação não formalizada ou quando garantir, por qualquer outra forma, compensar as perdas de

crédito associadas ao direito creditório objeto da operação, inclusive com a aquisição de cotas subordinadas do fundo em montante igual ou superior às perdas esperadas associadas ao direito creditório.

[255] RELATÓRIO DE ANÁLISE – SNC. Processo RJ 2009/12393 – Audiência Pública SNC Fundos nº 01/2010. (Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Acesso em: 27 mar. 2012.)

[256] Art. 7 da Instrução CVM nº 489/2011.

[257] RELATÓRIO DE ANÁLISE – SNC. Processo RJ 2009/12393 – Audiência Pública SNC Fundos nº 01/2010. (Disponível em: < www.cvm.gov.br>. Acesso em: 27 maio 2012.)

[258] Arts. 45 e 48 da Instrução CVM nº 356/2003 e art. 17 da Instrução CVM nº 489/2011.

[259] Ofício-Circular/CVM/SNC/SIN nº 01/2011, art. 2º.

[260] GONÇALVES, Carlos Roberto. *Direito civil brasileiro*. Teoria geral das obrigações. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2006. v. II, p. 200.

[261] Segundo dispõe o art. 290 do Código Civil: "A cessão do crédito não tem eficácia em relação ao devedor, senão quando a este notificada; mas por notificado se tem o devedor que, em escrito público ou particular, se declarou ciente da cessão feita".

[262] DINIZ, Maria Helena. *Curso de direito civil brasileiro*. Teoria geral das obrigações. 21. ed. São Paulo: Saraiva, 2006. v. 2, p. 463.

[263] Dispõe o art. 292 do Código Civil: "Fica desobrigado o devedor que, antes de ter conhecimento da cessão, paga ao credor primitivo, ou que, no caso de mais de uma cessão notificada, paga ao cessionário que lhe apresenta, com o título de cessão, o da obrigação cedida; quando o crédito constar de escritura pública, prevalecerá a prioridade da notificação".

[264] Dispõe o art. 104 do Código Civil que a validade do negócio jurídico requer:
"I – agente capaz;
II – objeto lícito, possível, determinado ou determinável;
III – forma prescrita ou não defesa em lei".

[265] Conforme disposto no art. 286 do Código Civil: "O credor pode ceder o seu crédito, se a isso não se opuser a natureza da obrigação, a lei, ou a convenção com o devedor; a cláusula proibitiva da cessão não poderá ser oposta ao cessionário de boa-fé, se não constar do instrumento da obrigação".

[266] DINIZ, Maria Helena. *Curso de direito civil brasileiro*. Teoria geral das obrigações, v. 2, p. 469.

[267] Reza o art. 287 do Código Civil: “Salvo disposição em contrário, na cessão de um crédito abrangem-se todos os seus acessórios”.

[268] GONÇALVES, Carlos Roberto. *Direito civil brasileiro*. Teoria geral das obrigações, v. II, p. 201.

[269] Estabelece o art. 288 do Código Civil: “É ineficaz, em relação a terceiros, a transmissão de um crédito, se não celebrar-se mediante instrumento público, ou instrumento particular revestido das solenidades do § 1º do art. 654”. Ainda, de acordo com o art. 129, inc. 9, da Lei nº 6.015, de 31 de dezembro de 1973: “Estão sujeitos a registro, no Registro de Títulos e Documentos, para surtir efeitos em relação a terceiros: [...] 9º) os instrumentos de cessão de direitos e de créditos, de sub-rogação e de dação em pagamento.”

[270] Dispõe o art. 296 do Código Civil: “Salvo estipulação em contrário, o cedente não responde pela solvência do devedor”.

[271] Conforme o art. 295 do Código Civil: “Na cessão por título oneroso, o cedente, ainda que não se responsabilize, fica responsável ao cessionário pela existência do crédito ao tempo em que lhe cedeu; a mesma responsabilidade lhe cabe nas cessões por título gratuito, se tiver procedido de má-fé”.

[272] DINIZ, Maria Helena. *Curso de direito civil brasileiro*. Teoria geral das obrigações, v. 2, p. 474.

[273] Art. 294 do Código Civil.

Capítulo 4

Responsabilidade do Coordenador na Operação de FIDC

Toda oferta pública de valores mobiliários requer a atuação de agentes para intermediar a relação entre a ofertante, no caso dos FIDCs, a empresa originadora – "empresa originadora" ou "empresas originadoras" quando referidas no plural – e os investidores ou cotistas, em conformidade com o disposto no art. 19, § 4º[274], da Lei nº 6.385/1976 e no art. 3º, § 2º, da Instrução CVM nº 400/2003[275].

Referida necessidade justifica-se por se tratar de uma oferta pública de valores mobiliários que visa captar a poupança popular.

Essas instituições financeiras intermediárias são conhecidas como "coordenadoras da oferta", "instituições financeiras intermediárias" ou *underwriters*.

A principal função dos *underwriters* é constituir o elo entre os investidores em uma ponta e a sociedade originadora dos recebíveis na outra, mediante o auxílio e assessoramento a esta última em todas as etapas que compõem uma oferta pública de valores mobiliários, conforme detalhado a seguir.

Nas palavras de Gaggini[276], a importância da atuação obrigatória do *underwriter* em uma emissão pública ocorre em virtude dele ter melhores condições de atingir o público investidor, dada a sua rede de contatos, e do fortalecimento do sistema de *disclosure* (divulgação de informações), na

medida em que a instituição líder da distribuição também é responsável pelas informações prestadas ao mercado e à CVM. Dessa forma, segundo o referido autor, o fato de se tratar de uma instituição independente da emissora que averigua e ratifica as informações prestadas ao mercado e constantes dos documentos da oferta pública confere maior confiabilidade e credibilidade a essas informações.

O termo *underwriter*, consagrado tanto no direito inglês como no norte-americano, originou-se na legislação de seguros, em que era inicialmente utilizado para se referir à atividade dos indivíduos ou empresas que "seguravam" o emissor dos papéis contra as perdas provenientes do insucesso da colocação[277].

Existem riscos envolvidos em uma oferta pública de valores mobiliários para a empresa originadora dos recebíveis cedidos ao FIDC e para o próprio *underwriter*, como, por exemplo, o risco de precificação dos valores mobiliários (*pricing risk*) no momento do seu lançamento, o qual não pode ser muito baixo, a fim de evitar que a empresa originadora capte pouco, ao mesmo tempo em que não pode ser muito alto para que a colocação dos aludidos valores mobiliários não seja comprometida. Cite-se, ainda, o risco de distribuição pública dos valores mobiliários, denominado *marketing risk*[278], os quais são significativamente mitigados pela atuação de um *underwriter* dotado de conhecimento técnico e expertise nesses nichos. Portanto, o *underwriter* auxilia no processo de estruturação, buscando uma estrutura no âmbito de mercado de capitais mais eficiente do ponto de vista risco-retorno e necessária para colocação dos valores mobiliários nos mais diversos níveis de investidores.

As instituições financeiras intermediadoras, em geral, cobram comissões denominadas "comissões de sucesso", as quais somente lhes serão devidas pela empresa originadora caso tais instituições consigam atingir um preço capaz de remunerar as cotas dos FIDCs, negociado no mandato e no contrato de distribuição para o assessoramento na emissão de cotas de FIDC firmados entre referidas instituições e a empresa originadora, preço esse resultante do processo de *bookbuilding*.

Por conseguinte, há de se presumir que o coordenador assume um risco na determinação do preço das cotas dos FIDCs, pois pode vir a deixar de receber a comissão de sucesso caso não consiga atingir o preço previamente pactuado com a empresa originadora no mandato e no respectivo contrato de distribuição. No entanto, como em regra negocia e pactua nesse mandato e nesse contrato a cobrança da empresa originadora, além da comissão de sucesso, de comissões em virtude da estruturação da oferta e da prestação de garantia firme, conforme o caso, e de acordo com definição apresentada adiante, no item 4.2 – Tipos de Garantias Prestadas pelo Coordenador –, o coordenador consegue se remunerar por outros meios, que não pela comissão de sucesso.

4.1. Descrição das Etapas em que Há o Auxílio do Coordenador de uma Emissão de Cotas de FIDC

Nelson Eizirik[279] descreve, com abrangência, as etapas nas quais há uma forte atuação dos coordenadores, conforme a seguir:

> Num primeiro momento, o *underwriter* realiza um estudo de viabilidade econômica da distribuição pública, levando em consideração as características da companhia emissora e de seus papéis e as condições do mercado de capitais na ocasião em que se pretende proceder à colocação. Posteriormente, uma vez tendo a companhia decidido efetivamente emitir valores mobiliários publicamente, o *underwriter* desenvolve, em conjunto com a companhia, a montagem da operação, examinando o volume de títulos, as condições de liquidez do mercado para tais papéis, bem como as possibilidades de sua absorção por parte do público investidor. Em seguida, deverá o *underwriter* assistir a empresa em todas as fases do desenvolvimento da operação: convocação e realização da Assembleia Geral ou da reunião do Conselho de Administração; registros perante a CVM; elaboração do prospecto de venda e de outros documentos publicitários distribuídos ao público. Uma vez montada a emissão e registrada na CVM, compete ao

underwriter desenvolver o processo de efetiva colocação pública dos valores mobiliários, nos termos e condições contratados com a companhia emissora.

O coordenador de oferta pública das cotas de um FIDC desenvolverá um papel muito importante em todas as etapas da emissão, iniciando-se pela etapa da obtenção do mandato da empresa interessada na constituição do FIDC.

Na proposta enviada pelo coordenador à empresa para estruturação e colocação das cotas de um FIDC, o coordenador expõe à empresa originadora as vantagens que esta terá ao optar pelo FIDC (custo menor na referida captação, prazo maior para amortizar sua dívida, visibilidade da empresa em *road shows* – apresentação da oferta aos investidores – perante o mercado, dentre outras) e os respectivos custos e riscos envolvidos para a realização da emissão pública das cotas do FIDC.

Ademais, na proposta de que trata o parágrafo anterior, o coordenador descreverá as principais características da emissão das cotas de um FIDC e já disporá se vai prestar garantia firme ou se tal emissão será conduzida sob o regime de melhores esforços, conforme abordado adiante, no item 4.2 deste estudo.

O coordenador fará um *sounding* – consulta – no mercado, ou seja, estabelecerá contato com seus clientes/investidores para os quais o coordenador usualmente vende esse tipo de valor mobiliário, a fim de checar com tais clientes/investidores se o preço e o prazo das cotas do FIDC que o coordenador pretende propor à empresa originadora são atrativos.

A Instrução CVM n º 400 denomina esse instituto como “consulta sobre a viabilidade da oferta”, prevista no art. 43 da referida Instrução [280] .

A aludida consulta a potenciais investidores, todavia, não poderá vincular as partes, sob pena de caracterizar uma distribuição irregular de valores mobiliários, sendo vedados a realização ou aceitação de ofertas e o

pagamento ou recebimento de quaisquer valores, bens ou direitos de uma parte a outra parte durante essa fase.

Quando o coordenador obtém o mandato assinado pelos representantes da empresa originadora, ou seja, quando esta aceita formalmente os termos da proposta que lhe foi enviada pelo coordenador, a empresa efetuará, com o intermédio do coordenador, todas as contratações e negociações de preços com a agência de *rating*, auditoria, custodiante, administrador, gestor e escritório de advocacia. O coordenador, então, fará a análise e revisão de todos os documentos/instrumentos contratuais necessários para o registro da emissão das cotas do FIDC perante a CVM, a Anbima e a CETIP; no caso dessa última quando se tratar de uma oferta pública com esforços restritos de distribuição[281], juntamente com os advogados contratados e com as demais partes envolvidas, auxiliando a empresa originadora na obtenção do registro da distribuição das cotas do FIDC perante a CVM, quando se tratar de uma oferta pública regida pela Instrução CVM 400/2003. O registro apontado é dispensado nas ofertas públicas com esforços restritos de distribuição.

Por fim, o coordenador é responsável pela distribuição e colocação das cotas do FIDC no mercado, mediante a organização e realização de *roadshows* – apresentação da oferta aos investidores –, por fazer visitas aos investidores para as vendas das cotas, pelo *bookbuilding* – coleta de intenção de investimentos – e pela liquidação da operação.

No *bookbuilding*[282], o coordenador dará preferência às taxas mais baixas ofertadas pelos investidores, a fim de que seja atingida a "remuneração-alvo" do investidor determinada em conjunto pelo coordenador e pela empresa originadora, a fim de que esta tenha um custo menor na emissão das cotas do FIDC. Com isso, permite-se que o coordenador possa receber a comissão de sucesso da empresa originadora, conforme pactuado no mandato outorgado ao coordenador por esta para estruturação da referida emissão, bem assim no contrato de distribuição.

Eizirik[283] assinala que os *underwriters* buscam, por meio do referido procedimento de *bookbuilding*, identificar a demanda pelos títulos, aferindo

o interesse do mercado pela nova emissão mediante as diversas propostas de compra recebidas dos potenciais destinatários. Segundo esse autor, de posse de tais informações, o coordenador e a empresa originadora fixam o preço de lançamento dos valores mobiliários, ou, tratando-se de renda fixa, a remuneração que será praticada.

Conforme preceitua o art. 23, § 1º, da Instrução CVM 400/2003, o ofertante – empresa originadora nos FIDCs – poderá estabelecer que o preço dos valores mobiliários ofertados e, tratando-se de valores mobiliários representativos de dívida, também a taxa de juros, sejam determinados no dia da apuração do resultado da coleta de intenções de investimento. Para tanto, devem ser indicados os critérios objetivos que presidem à sua fixação no prospecto preliminar e no anúncio de início da distribuição.

Portanto, conclui-se que o papel desempenhado pelo *underwriter* em uma operação de FIDC é de extrema importância para a sua segurança e retorno financeiro, uma vez que ele vai gerenciar a estruturação dessa operação em conformidade com as normas regulatórias que a regem, de modo a garantir o *full disclosure* – ampla divulgação das informações – aos investidores. Com isso, permite-se que os investidores fiquem cientes dos riscos envolvidos em tal operação e tenham credibilidade e segurança para adquirir as cotas dos FIDCs, propiciando, por consequência, o sucesso da operação.

4.2. Tipos de Garantias Prestadas pelo Coordenador

O art. 15, inciso I, da Lei nº 6.385/1976 estabelece que o sistema de distribuição compreende, dentre outras, as instituições financeiras e demais sociedades que tenham por objeto distribuir a emissão de valores mobiliários.

A Lei nº 6.385/1976 prevê ainda duas modalidades de garantia que poderão ser prestadas pelo coordenador de uma oferta pública, quais sejam, a "garantia firme" ou "*underwriting* firme" e os "melhores esforços de colocação", também denominados "*underwriting* de melhor esforço"[284].

De acordo com a modalidade de garantia firme, a instituição financeira obriga-se a subscrever e integralizar a totalidade das cotas emitidas pelo fundo, para posteriormente vendê-las ou até mesmo mantê-las consigo, assumindo, portanto, o risco de eventual não colocação das aludidas cotas[285].

Na garantia de melhores esforços, *a contrario sensu*, o coordenador apenas assume o comprometimento de realizar seus melhores esforços, a fim de colocar as cotas no mercado de capitais junto a investidores, não se obrigando a subscrevê-las e integralizá-las.

Vale salientar que, em determinado contrato de distribuição firmado entre o *underwriter* e a empresa originadora, a instituição coordenadora poderá assumir o compromisso de garantia firme para determinado montante da oferta e de melhores esforços para outra importância, constituindo-se, dessa forma, um regime de colocação misto.

4.3. Consórcio dos Coordenadores

As atividades de estruturação, coordenação e distribuição de uma oferta pública de valores mobiliários, dentre elas a oferta de cotas de FIDCs, poderão ser desempenhadas por uma única instituição financeira ou por várias instituições financeiras, e, na ocorrência desta última hipótese, será constituído um consórcio de bancos – *underwriters*[286] –, ocasião em que será nomeado um banco líder que representará o consórcio perante a CVM e a Anbima, em se tratando de oferta pública de cotas de FIDC regidas pela Instrução CVM nº 400 e a CETIP, quando se tratar de uma oferta pública com esforços restritos de distribuição[287]. O banco líder terá por função o exercício de algumas atribuições específicas e responsabilidades adicionais, hipótese em que deverá ser observado, no momento da elaboração do respectivo contrato de distribuição que será firmado entre os *underwriters* e a empresa originadora, o disposto no art. 34 da Instrução CVM nº 400[288].

Utiliza-se, em geral, do consórcio de bancos quando o montante da oferta das cotas dos FIDCs é expressivo e, eventualmente, isso poderia representar um risco de crédito significante para uma única instituição

financeira. Isso ocorre porque, caso a mesma preste garantia firme no que tange à distribuição das cotas e estas não sejam subscritas e integralizadas por investidores, essa instituição terá de encanteirá-las e assumir o risco do não pagamento dos títulos que originaram os recebíveis, os quais lastreiam tais cotas.

Nas palavras de Eizirik[289], os *underwriters* podem, mediante a formação dos consórcios, pulverizar o risco decorrente de eventual insucesso de uma colocação objeto da garantia firme, na medida em que esta seja prestada por mais de uma instituição, bem como aumentar as possibilidades de os valores mobiliários serem distribuídos com sucesso, uma vez que estará ampliando os canais de contato com os investidores.

Os consorciados celebrarão com a empresa originadora um contrato de distribuição das cotas do FIDC, no qual será especificado o percentual de garantia firme prestado por cada consorciado, conforme o caso, sem qualquer compromisso de solidariedade entre os coordenadores, bem como todas as obrigações dos coordenadores e do coordenador líder. Mais detalhes sobre os aspectos e disposições abordados no contrato de distribuição são apresentados no Capítulo 3, item 3.7 – Principais Documentos Necessários para Constituição e Oferta das Cotas – Contrato de Colocação e Distribuição das Cotas Seniores do Fundo.

Faz-se oportuno salientar também que cada banco consorciado se obriga pela colocação de determinado montante de cotas, proporcionalmente ao montante de garantia firme prestado pelo respectivo consorciado[290].

Deverão, portanto, os bancos consorciados outorgar poderes à instituição financeira líder do consórcio para que esta possa representá-los perante a CVM, ao qual essa autarquia atribui obrigações específicas[291].

4.3.1. Obrigação do Coordenador no FIDC

Além das obrigações do coordenador nas ofertas públicas de valores mobiliários como um todo, na esfera do FIDC, é de responsabilidade dos bancos coordenadores assegurarem, no âmbito do mercado primário, que a aquisição das cotas de um FIDC fechado seja efetuada apenas por

investidores qualificados, conforme disposto no art. 17 da Instrução CVM nº 356, a seguir transcrito:

> Art. 17 – Nas emissões de cotas de fundo fechado colocadas junto ao público, o preço de subscrição poderá contemplar ágio ou deságio sobre o valor previsto para amortização, desde que uniformemente aplicado para todos os subscritores e apurado por meio de procedimento de descoberta de preço em mercado organizado.
>
> § 1º – Cotas de FIDC fechado somente podem ser negociadas em mercados regulamentados:
>
> I – quando distribuídas publicamente por meio de oferta registrada na CVM;
>
> II – quando distribuídas com esforços restritos, observadas as restrições da norma específica; ou
>
> III – quando cotas da mesma classe e série já estejam admitidas à negociação em mercados regulamentados.
>
> § 2º – Podem, ainda, ser negociadas em mercados regulamentados, as cotas emitidas pelos FIDC fechados que não se enquadrem nas hipóteses dos incisos I a III do § 1º, desde que sejam previamente submetidas a registro de negociação, mediante apresentação de prospecto, nos termos da regulamentação aplicável.
>
> **§ 3º– Cabe aos intermediários assegurar que a aquisição de cotas somente seja feita por investidores qualificados**.

Portanto, compete aos coordenadores – em uma oferta pública de cotas de FIDC fechado regida pela Instrução CVM nº 400/2003 – no processo de coleta de intenção de investimento (*bookbuilding*) e – em uma oferta pública de cotas de FIDC fechado regida pela Instrução CVM nº 476/2009 – no momento da subscrição ou integralização das referidas cotas no mercado primário, assegurar que apenas investidores de grande porte possam adquirir as cotas do FIDC. Ou seja, trata-se daqueles investidores

qualificados, assim definidos pelo art. 9-B, da Instrução CVM 539/13 alterada pela Instrução CVM nº 554, de 17 de dezembro de 2014[292], exclusivamente em relação às ofertas públicas com esforços restritos, sendo certo que a aludida responsabilidade é limitada ao mercado primário, haja vista que no mercado secundário as instituições que intermediam as negociações nesse mercado são os responsáveis por essa verificação.

4.4. Obrigações do Coordenador Perante a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima)

A Anbima editou, juntamente com os seus associados, normas para dar mais credibilidade ao mercado de capitais, cuja finalidade é melhorar e dar mais clareza aos documentos que integram determinada oferta pública. Com isso, encontra-se em vigor, desde 03 de fevereiro de 2014, o Código Anbima de Regulação e Melhores Práticas para as Ofertas Públicas de Distribuição e Aquisição de Valores Mobiliários[293].

O parágrafo quinto do art. 7º do Código em referência determina que as instituições participantes que desempenham a atividade de coordenadores das ofertas devem instituir área ou nomear um profissional para desenvolver as atividades de *compliance*, dentre elas, a de analisar e dar cumprimento às leis, regulamentações e princípios corporativos aplicáveis ao coordenador da oferta.

De acordo com o art. 7º, incisos I e III, do Código em comento, as instituições participantes, ou seja, as instituições filiadas à Anbima, ou aquelas que mesmo não filiadas aderirem a esse Código, mediante assinatura de termo de adesão, deverão zelar pela veracidade e precisão das informações incluídas nos documentos da oferta pública e disponibilizar informações claras, precisas e suficientes sobre a oferta pública e a emissora. Essas obrigações têm por finalidade a segurança e proteção dos investidores e, com isso, provê-los de informações suficientes e precisas sobre a oferta, bem assim sobre a empresa originadora/ofertante.

O art. 10º do Código em comento reforça a obrigação de as instituições participantes zelarem pela elaboração de prospecto e formulário de

referência dos quais constem informações suficientes, claras e precisas, a fim de que o investidor tome a decisão de investimento com base nas informações necessárias a ele disponíveis[294].

4.5. Responsabilidade dos Coordenadores Perante a Empresa Originadora

Conforme definições trazidas pela doutrina na esfera das obrigações, há obrigações de meio e de resultado.

Entende-se por obrigação de meio o dever de atuação em uma atividade contratada, com diligência, ou mesmo com o emprego da melhor técnica e conhecimento para se alcançar o resultado pretendido. Ao prestar seus serviços, no entanto, o contratado não se obriga à ocorrência do resultado, apenas age com perícia e diligência com o objetivo de obter um resultado satisfatório.

Já de acordo com a obrigação de resultado, a entidade contratada se obriga a alcançar um fim específico.

Segundo Maria Helena Diniz[295]:

> A obrigação de meio é aquela em que o devedor se obriga tão-somente a usar a prudência e diligência normais na prestação de certo serviço para atingir um resultado, sem, contudo se vincular a obtê-lo. Infere-se daí que sua prestação não consiste num resultado certo e determinado a ser conseguido pelo obrigado, mas tão-somente numa atividade prudente e diligente deste em benefício do credor. Havendo inadimplemento dessa obrigação, é imprescindível a análise do comportamento do devedor, para verificar se ele deverá ou não ser responsabilizado pelo evento, de modo que cumprirá ao credor demonstrar ou provar que o resultado colimado não foi atingido porque o obrigado não empregou a diligência e a prudência a que se encontrava adstrito.

> A obrigação de resultado é aquela em que o credor tem o direito de exigir do devedor a produção de um resultado, sem o que se terá o inadimplemento da relação obrigacional. Tem em vista o resultado em si mesmo, de tal sorte que a obrigação só se considerará adimplida com a efetiva produção do resultado colimado.[296]

Eizirik entende que, no *underwriting* de melhores esforços, a obrigação do *underwriter* perante o ofertante é de meio, uma vez que este não se compromete com o sucesso da operação, ao passo que no *underwriting*com garantia firme a obrigação do *underwriter* perante a sociedade originadora é de resultado, na medida em que há para o ofertante a certeza que todos os títulos serão colocados pelos coordenadores[297].

O argumento apontado é pertinente, o que justifica a cobrança, pelos coordenadores, de "comissão de garantia firme", ou seja, sempre que os coordenadores prestam garantia firme de colocação, expressa e conscientemente assumem uma obrigação de resultado e, portanto, cobram da empresa originadora para assumir o risco mencionado.

É nessa linha de raciocínio, qual seja, a de que a prestação de garantia firme outorgada pelos coordenadores gera uma obrigação de resultado, exequível, que, por sua vez, garantirá um bom resultado na oferta, que a aludida garantia contribui para isso, na medida em que os investidores enxergarão com bons olhos o fato de bancos sólidos e com boa reputação no mercado estarem prestando garantia firme, ou seja, os investidores vão adquirir as cotas de emissão dos FIDCs acreditando que estas terão boa liquidez no mercado.

As obrigações avençadas em um contrato de coordenação e distribuição de cotas dos FIDCs são assumidas pelas partes em caráter irrevogável e irretratável, justamente para proteger os investidores de eventuais alterações de disposições com base nas quais esses investidores porventura tenham tomado sua decisão ao adquirir cotas de um FIDC, por exemplo.

Dessa forma, o contrato de *underwriting* somente poderá ser alterado mediante prévia autorização da CVM, exclusivamente na ocorrência das

hipóteses previstas no art. 35 da Instrução CVM nº 400[298].

Era necessário mitigar o risco imputado às instituições financeiras intermediárias em face das alterações econômicas, regulatórias e até mesmo políticas, que possam vir a impactar diretamente as emissões realizadas no âmbito do mercado de capitais, ou que possam acarretar a queda das cotações nesse mercado, inviabilizando, dessa forma, a oferta das cotas de um FIDC. Para tanto, essas instituições passaram a incluir disposições nos contratos de colocação e distribuição que lhes reservam o direito de alterar questões que tratem das taxas e condições negociais originalmente pactuadas, na ocorrência das aludidas alterações – as cláusulas denominadas *market flex* –, ou até mesmo a inserção de previsões que possibilitem a exoneração de tais instituições – cláusulas intituladas *market out*.

Deve-se, no entanto, fazer valerem as cláusulas apontadas somente quando se consiga provar que as alterações econômicas, políticas e/ou de normativos da CVM efetivamente inviabilizem e impossibilitem a oferta de valores mobiliários.

Conforme assinala Eizirik[299], eventuais modificações nas condições do mercado que não impossibilitem a colocação dos títulos, tornando-se apenas mais difícil ou onerosa, não podem ser utilizadas pelos *underwriters* para se eximir da obrigação de resultado, consistente na efetiva subscrição dos valores mobiliários objeto do contrato.

4.6. Responsabilidade dos Coordenadores Perante os Investidores

Conforme mencionado no item anterior, o investidor, ao decidir em qual modalidade de investimentos aplicará seus recursos, levará fortemente em conta a reputação, solidez e expertise da instituição financeira intermediária e coordenadora da oferta, uma vez que uma instituição com esses requisitos decerto atuará com a diligência, perícia e prudência requeridas nos normativos editados pela CVM.

A lei procurou, com isso, responsabilizar o coordenador, assim como responsabiliza a empresa originadora, seus acionistas controladores e

administradores pela segurança de que as informações relativas à empresa originadora e constantes do prospecto e do formulário de referência divulgados ao mercado são corretas, verídicas, não há omissão ou enganação e que são suficientes para que o investidor tome a decisão de adquirir os valores mobiliários a que o prospecto e o formulário de referência aludem.

Essa responsabilidade foi inserida no sistema legislativo norte-americano, na Seção 11, intitulada *Civil Liabilities on Account of False Registration Statement* do *Securities Act*, de 1933, que regula a oferta pública de valores mobiliários. Segundo estabelece a referida legislação, nos casos em que quaisquer das partes envolvidas na oferta prestarem declarações falsas, relativamente a um *material fact* **(fato relevante)** – que possam impactar na decisão dos investidores –, qualquer investidor que tiver adquirido o valor mobiliário poderá processá-las, responsabilizando-as civilmente. Nesse caso, poderão ser responsabilizados o diretor da empresa originadora, ou pessoas que desempenhem funções similares, todos os contadores, engenheiros ou qualquer outro cargo que dê autoridade à pessoa para prestar tais declarações, inclusive **todos os *underwriters*** envolvidos na oferta[300].

A responsabilidade apontada é atribuída ao coordenador líder no Brasil, nas ofertas públicas de valores mobiliários, conforme ínsito no art. 56, §1º da Instrução ICVM nº 400, a qual estabelece que a ele compete *tomar todas as cautelas e agir com elevados padrões de diligência*, *respondendo* pela falta de diligência ou omissão, para assegurar que as informações prestadas pelo ofertante são verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes, permitindo aos investidores a tomada de decisão fundamentada a respeito da oferta[301].

Ademais, nas ofertas públicas de cotas de FIDC fechado, com esforços restritos de distribuição, ao coordenador líder também é atribuída a responsabilidade de assegurar que as informações prestadas pelo ofertante sejam verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes, o que permite aos

investidores uma tomada de decisão fundamentada a respeito da oferta, respondendo pela falta de diligência ou omissão[302].

A responsabilidade em questão é reforçada no art. 49 da Instrução CVM nº 400/2003, a qual estabelece que o ofertante e as instituições intermediárias deverão assegurar a precisão e a conformidade de toda e qualquer informação fornecida a quaisquer investidores, seja qual for o meio utilizado, com as informações contidas no prospecto, devendo encaminhar esses documentos e informações à CVM.

As instituições financeiras coordenadoras, responsáveis pela intermediação e captação de recursos no mercado de capitais, deverão, portanto, agir como bons profissionais, dotados de todo zelo, minúcia e diligência, de modo que estejam contidas, sem nenhuma omissão – no prospecto, no formulário de referência ou em qualquer material divulgado ao investidor –, todas as informações relevantes da empresa originadora, bem como todos os fatores de risco que possam vir a impactar de modo negativo na oferta dos valores mobiliários.

Portanto, segundo Eizirik, o *underwriter* está obrigado a desempenhar um papel ativo na divulgação de informações relacionadas à companhia emissora dos valores mobiliários, devendo investigar se estas são quantitativa e qualitativamente suficientes para que o investidor possa formar um juízo consciente sobre os títulos ofertados ao público[303].

Para tanto, as áreas envolvidas dos bancos coordenadores, como a de *research*, deverão trabalhar para que se obtenha o maior número possível de informações da sociedade originadora e analisá-las de maneira detalhada, a fim de apurar de elas são fidedignas e suficientes, para que o investidor tome uma decisão de investimento ciente de todos os riscos envolvidos.

No caso de haver essa regulação detalhada das atividades e de terem agido da forma ora descrita, não poderão os bancos coordenadores serem responsabilizados por quaisquer prejuízos sofridos pelos investidores, em decorrência de qualquer informação inverídica contida nos documentos integrantes da oferta.

É nesse sentido que argumenta Eizirik[304]:

> Não poderá ser responsabilizado o *underwriter* pela falsidade ou inexatidão das informações prestadas no processo de oferta pública se ficar demonstrado que ele atuou em conformidade com os usos e práticas profissionais geralmente aceitos ou recomendados para a revisão das informações prestadas pela companhia emissora.

O *underwriter* poderá, no entanto, ser responsabilizado civil e administrativamente caso tenham sido divulgadas ao mercado informações inverídicas e este não consiga provar que atuou com toda prudência e zelo necessários para o desempenho de suas atribuições, conforme exigido a um bom e competente profissional.

Em notícia veiculada no jornal *Valor Econômico*, o ex-presidente da CVM, Marcelo Trindade, destacou que a Instrução nº 400/2003 dessa autarquia chama a atenção para a elevada diligência que o banco coordenador das operações deve ter. Segundo ele, em ofertas públicas, diverso do que ocorre em negociações privadas, é o coordenador que garante a diligência da empresa ao público investidor[305].

Portanto, conclui-se que o banco coordenador, agindo com total diligência no que concerne às informações divulgadas aos investidores, e tendo desempenhado sua função de verificação de que elas são suficientes, completas, corretas e verídicas, não há meios de responsabilizá-lo por eventuais prejuízos em que os investidores incorram por terem subscrito e integralizado os valores mobiliários com base nessas informações, haja vista o coordenador ter cumprido com todas as obrigações.

4.7. Espécie de Responsabilização Civil

Cumpre analisar neste item a espécie de responsabilidade civil em que os *underwriters* estariam incorrendo, no caso de descumprimento das obrigações por eles assumidas de diligenciar e examinar todas as informações prestadas pela empresa originadora ao mercado e à CVM. É

oportuno salientar que esse descumprimento poderia acarretar prejuízos ao investidor que, por acreditar nas informações recebidas, tomou-as em consideração ao adquirir os valores mobiliários.

A regra geral do ordenamento civil brasileiro é a da responsabilidade civil subjetiva, preceituada no art. 927, *caput*, do Código Civil, que estabelece: “Aquele que, por ato ilícito (arts. 186 e 187), causar dano a outrem, fica obrigado a repará-lo”.

Dispõem os arts. 186 e 187 do Código Civil:

> Art. 186. Aquele que, por ação ou omissão voluntária, negligência ou imprudência, violar direito e causar dano a outrem, ainda que exclusivamente moral, comete ato ilícito.
>
> Art. 187. Também comete ato ilícito o titular de um direito que, ao exercê-lo, excede manifestamente os limites impostos pelo seu fim econômico ou social, pela boa-fé ou pelos bons costumes.

Em razão do exposto, para que seja caracterizada a responsabilidade subjetiva, requer-se a conduta culposa em sentido amplo – a qual compreende o dolo, que é a violação intencional do dever jurídico, e a culpa em sentido estrito, caracterizada pela imperícia, imprudência ou negligência – pressuposto para a obrigação de reparar o dano –, desde que tal conduta culposa provoque danos morais ou patrimoniais a determinada pessoa e que haja nexo de causalidade entre a referida conduta e o dano causado à vítima[306].

O Código Civil de 2002 em vigor inovou o sistema de responsabilidade civil ao tratar da possibilidade de responsabilização objetiva, prevista no parágrafo único do art. 927 do referido diploma, conforme transcrito a seguir, mantendo-se, todavia, a regra geral da responsabilidade civil subjetiva[307].

> Art. 927. Aquele que, por ato ilícito (arts. 186 e 187), causar dano a outrem, fica obrigado a repará-lo.
>
> Parágrafo único. Haverá obrigação de reparar o dano, **independentemente de culpa**, nos casos especificados em lei, ou quando a atividade normalmente desenvolvida pelo autor do dano implicar, por sua natureza, risco para os direitos de outrem. (sem grifo no original)

Dessa forma, com o advento do novo Código Civil, a teoria da responsabilidade objetiva passou a ser aplicada às hipóteses em que a atividade do agente crie um risco maior para terceiros, em função do exercício de atividades perigosas, as quais envolvem um risco extraordinário, muito maior do que o normal[308].

A responsabilidade objetiva em questão, no entanto, não deve ser aplicada à instituição financeira coordenadora, pois o desempenho de suas atividades não é caracterizado como perigoso, na medida em que não há um risco grave e extraordinário nesse nicho. Há, sim, apenas o risco normal, do qual todo investidor deve estar ciente ao investir seus recursos no mercado de capitais, dotado de volatilidade, em função das variações no cenário econômico e político global.

Conclui-se, desta feita, que o *underwriter* somente poderá ser responsabilizado civil ou administrativamente quando deixar de desempenhar suas funções, em conformidade com o disposto no art. 56 da ICVM nº 400 e no art. 11, inciso I, da ICVM nº476, ou seja, com *todas as cautelas e agindo com elevados padrões de diligência*, ou desempenhá-las de maneira negligente, e que essa negligência ocasione perdas e prejuízos a algum investidor que tenha tomado sua decisão de investimentos com base em informações que não foram revisadas ou avaliadas com diligência pelos coordenadores e que, por essa razão, acarretou prejuízo ao investidor.

Eizirik manifesta o entendimento de que a obrigação de um *underwriter* é caracterizada como “obrigação de meio”, em face dos motivos por ele

expressos, conforme a seguir[309]:

> A obrigação do *underwriter* pela veracidade e consistência das informações prestadas ao público é, necessariamente, de meio, uma vez que tais informações não são produzidas por ele, mas sim pela companhia emissora, seus acionistas e administradores. Compete ao *underwriter* apenas revisar as referidas informações, razão pela qual não se poderia pretender que ele, mesmo tendo tomado todas as precauções exigíveis para assegurar a qualidade das informações, ainda assim fosse responsabilizado caso elas se revelassem falsas ou incompletas.

São pertinentes os argumentos ora transcritos, pois se a lei requer que os *underwriters* atuem com total diligência, ainda que ajam dessa maneira, é impossível estar assegurado o resultado, isto é, que todas as informações revisadas e avaliadas pelos coordenadores sejam verdadeiras, corretas e fidedignas. Daí dizer-se que as obrigações assumidas pelos *underwriters* são obrigações de meio.

Por essa razão, tanto do regulamento quanto do prospecto dos FIDCs deve constar um *full disclosure* – uma ampla e total divulgação – a respeito dos riscos envolvidos na operação, a fim de dar pleno conhecimento destes ao investidor e, com isso, mitigar a responsabilidade dos *underwriters* por eventual omissão de relevantes informações pertinentes à empresa originadora dos direitos creditórios e dos aludidos riscos.

4.8. Jurisprudência sobre a Responsabilidade do Coordenador nas Ofertas Públicas de Valores Mobiliários

4.8.1. Processo Administrativo CVM Cobrasma S.A. [310]

Trata-se de processo administrativo movido no âmbito da CVM, o qual versa sobre a responsabilidade dos coordenadores na oferta pública de ações da Cobrasma S.A., em que foram detectados erros nos números atinentes aos resultados dessa companhia. Ocorre que as projeções dos

resultados – as quais já haviam sido divulgadas pela própria companhia – não foram refletidas no prospecto editado.

Foi firmado contrato de distribuição entre a Cobrasma, o Crefisul, na qualidade de coordenador líder da oferta, o BCN e o Bradesco, esses últimos como coordenadores.

De acordo com o voto do relator Lauro de Mendonça Gouvêa Filho, por mais que os três bancos aqui apontados tivessem prestado garantia firme em iguais condições, foi o Crefisul o líder da oferta. Essa assertiva decorre da análise dos depoimentos prestados e, sobretudo, da cláusula de remuneração dos coordenadores constante do contrato de distribuição, a qual dispõe que o Crefisul faria jus a uma comissão de coordenação seis vezes maior, comparada à comissão devida pela Cobrasma aos demais coordenadores.

Não obstante, o relator Lauro de Mendonça Gouvêa Filho entendeu que os três coordenadores da oferta não verificaram a qualidade das informações constantes do prospecto e, consequentemente, não desempenharam com diligência suas funções, conforme excerto reproduzido a seguir:

> À vista das falhas técnicas no preparo das projeções, elaboradas por erros por não levar em conta fatos conhecidos que distorciam significativamente os números prospectivos que serviram de base para o estudo do lançamento das ações e, posteriormente, de forma sintetizada, divulgadas para um público específico, **pode-se afirmar que os *underwriters* não exerceram suficientemente o seu dever de verificar a qualidade das informações fornecidas ao mercado**. Ao não incluir tais dados nos prospectos definitivos deixaram de assessorar adequadamente a empresa emissora[311].

Desta feita, a Cobrasma e os administradores dessa companhia foram condenados ao pagamento de multa pecuniária, composta por um percentual do valor corrigido da emissão das ações. O Crefisul, na qualidade de instituição líder, foi condenado ao pagamento de uma multa

correspondente a 5% do valor atualizado da “garantia de subscrição” prestada por essa instituição e os demais coordenadores foram penalizados com uma advertência.

Conclui-se, portanto, que a CVM entende que o *underwriter* deve exercer suficientemente o seu dever de verificar a qualidade das informações fornecidas ao mercado e divulgadas aos investidores, sob pena de ser responsabilizado mediante aplicação de multa, advertência – conforme o processo administrativo em referência – e o cometimento de infração grave, nos termos do disposto no art. 59, inciso V, da Instrução CVM nº 400/2003[312].

A íntegra do voto do relator em comento encontra-se no Anexo A, ao final deste trabalho.

4.8.2. **Processo Administrativo CVM Braskem S.A.**[313]

Trata-se de solicitação do Itaú Unibanco S.A., instituição líder da distribuição, à superintendência geral da CVM (“SGE”) de dispensa de cumprimento de requisito do registro para a oferta pública de distribuição primária de ações preferenciais “A” de emissão de Braskem S.A., com fundamento no disposto no art. 4º, § 4º, da Instrução CVM nº 400/2003[314].

Na decisão administrativa do Colegiado da CVM em comento, esse órgão confirmou a necessidade de informação que esclareça o investidor e do papel desempenhado pelo coordenador líder para tanto. De acordo com a aludida decisão:

> [...] Todavia, reconheceu-se que não basta haver a ampla divulgação das informações do prospecto. Para se assegurar o pressuposto do mercado eficiente é necessário que:
>
> I. o prospecto seja redigido em linguagem acessível, de forma que seu conteúdo seja bem compreendido e assimilado pelo público alvo da oferta;

II. o agente vendedor dos valores mobiliários tenha lido o prospecto **e sanado suas dúvidas junto ao líder da distribuição**, capacitando-se, dessa maneira, a orientar seu cliente em relação à opção de investimento ofertada, bem como, a verificar a adequação do investimento sugerido ao perfil de risco do cliente; e,

III. a aceitação da oferta se dê somente após cinco dias úteis da disponibilidade do prospecto, de modo a permitir ao potencial investidor uma análise serena e refletida do investimento oferecido, que pode demandar questionamentos sobre pontos que não restaram claros no prospecto e aconselhamentos junto a profissionais de mercado, que prestem assessoria técnica em investimentos, sobre a rentabilidade do negócio proposto e os riscos a serem incorridos[315].

Cabe, assim, ao líder não apenas responsabilizar-se pela consistência das informações constantes dos documentos da oferta, como também pelo esclarecimento de todas as dúvidas, seja dos agentes vendedores dos valores mobiliários, seja do próprio investidor.

4.8.3. Jurisprudência Envolvendo a Responsabilidade do *Underwriter* em Ofertas Públicas Norte-americanas – Partes: Morris Akerman and Susan Akerman v*ersus* Oryx Communications, Inc., Moore & Schley, Cameron & Co. [316]

A jurisprudência apresentada a seguir diz respeito à responsabilidade do *underwriter* em ofertas públicas norte-americanas. A íntegra da decisão encontra-se no Anexo B, ao final deste trabalho.

Trata-se de caso envolvendo o *Initial Public Offering* (IPO) – ou Oferta Pública Inicial – da empresa Oryx, que pretendia ingressar no mercado de produção e marketing de vídeos de entretenimento. Essa empresa efetuou uma oferta pública de 700.000 *units* em junho de 1981, em que cada *unit* vendida por $ 4,75 consistia em uma ação ordinária e dava ao comprador o direito de adquirir, no futuro, uma ação adicional ao preço de $ 5,75.

O prospecto continha um erro nas demonstrações financeiras (não auditadas) referentes ao período de oito meses findo em 31 de março de 1981, uma vez que informava ganhos extras para o referido período de oito meses.

Os autores alegaram que o erro contido no prospecto tornou a empresa Oryx responsável pelo declínio do preço das *units.*

Em julho de 1982 a Oryx apresentou um pedido de julgamento sumário, fundamentando-o no fato de que o erro constante do prospecto era imaterial, para efeitos de se estabelecer a responsabilidade e indenização de que trata o art. 11 da Lei dos Valores Mobiliários, de 1933. Em dezembro de 1982, o réu trouxe os coordenadores (*underwriters*) ao processo, que igualmente apresentaram pedido para julgamento sumário, com base nos mesmos argumentos utilizados pela Oryx.

O juízo, com fundamento na tese denominada *theoretical matter*, afirmou que os autores estabeleceram a materialidade para efeito da responsabilização determinada pelos arts. 11 e 12 da Lei dos Valores Mobiliários. O Tribunal, no entanto, **concedeu o julgamento sumário para todos os réus, porque estes conseguiram convencer que o erro do prospecto não resultou no declínio do valor das *units***

Com base nessa jurisprudência, e consoante síntese apresentada, conclui-se que, para que a ação não seja submetida ao julgamento sumário, deve haver um nexo de causalidade entre o erro do prospecto, decorrente da falta de diligência do emissor e dos *underwriters*, e do dano, o qual, no caso em referência, estava representado pela diminuição do preço da *unit*. Os *underwriters* conseguiram, no caso em epígrafe, convencer o Tribunal de que não houve nexo de causalidade, ou seja, o erro do prospecto não resultou no declínio do valor das *units* e, por consequência, foi concedido julgamento sumário (*summary judgment*).

Não obstante, considerando o erro na apuração do valor das receitas da empresa emissora constante do prospecto e divulgado ao mercado, o Tribunal entendeu que tal erro era relevante (*material fact*) e, por essa razão, permitiu que os autores prosseguissem com a ação contra os

underwriters, a fim de responsabilizá-los, em consonância com o disposto na *Section 11* da *Security Act*[317].

-

274 "Art. 19. Nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão.
[...]
§ 4º – A emissão pública só poderá ser colocada no mercado através do sistema previsto no Art. 15, podendo a Comissão exigir a participação de instituição financeira."
Art. 15 da Lei nº 6.385/1976: "15. O sistema de distribuição de valores mobiliários compreende:
I – as instituições financeiras e demais sociedades que tenham por objeto distribuir emissão de valores mobiliários:
a) como agentes da companhia emissora;
b) por conta própria, subscrevendo ou comprando a emissão para a colocar no mercado".

275 "Art. 2º. Toda oferta pública de distribuição de valores mobiliários nos mercados primário e secundário, no território brasileiro, dirigida a pessoas naturais, jurídicas, fundo ou universalidade de direitos, residentes, domiciliados ou constituídos no Brasil, deverá ser submetida previamente a registro na Comissão de Valores Mobiliários – CVM, nos termos desta Instrução. **§ 2º A distribuição pública de valores mobiliários só poderá ser efetuada com intermediação das instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários ('Instituições Intermediárias'), ressalvada a hipótese de dispensa específica deste requisito, concedida nos termos do art. 4º.**" (sem grifo no original).

276 GAGGINI, Fernando Schwarz. *Securitização de recebíveis*, p. 59.

277 JENNINGS, Richard W.; MARSH, Harold; COFFEE JR., John C. Securities regulation. In: EIZIRIK, Nelson et al. *Mercado de capitais* – regime jurídico, p. 180.

278 EIZIRIK, Nelson et al. *Mercado de capitais* – regime jurídico, p. 181.

279 EIZIRIK, Nelson et al. *Mercado de capitais* – regime jurídico, p. 181/182.

280 Art. 43 da Instrução CVM nº 400: "É permitida a consulta a potenciais investidores pelo ofertante e pela instituição líder da distribuição para apurar a viabilidade ou o interesse de uma eventual oferta pública de distribuição, devendo esta consulta não exceder de 50 investidores e ter critérios razoáveis para o controle da confidencialidade e do sigilo, caso já tenha havido a contratação prévia de instituição intermediária pelo ofertante".

281 Somente serão admitidos a distribuição com esforços restritos as cotas dos FIDCs fechados, a saber: "Art. 1º da Instrução CVM 476: Serão regidas pela presente Instrução, as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos.
[...]
IV – cotas de fundos de investimento fechados;".

[282] O processo de *bookbuilding* está previsto no art. 44 da ICVM nº 400:
"Art. 44. É permitida a coleta de intenções de investimento, com ou sem o recebimento de reservas, a partir da divulgação de Prospecto Preliminar e do protocolo do pedido de registro de distribuição na CVM. Parágrafo único. A intenção de realizar coleta de intenções de investimento deverá ser comunicada à CVM juntamente com o pedido de registro de distribuição realizado nos termos do art. 7º".

[283] EIZIRIK, Nelson et al. *Mercado de capitais* – regime jurídico, p. 204.

[284] Dispõe o art. 15 da Lei nº 6.385/1976: "O sistema de distribuição de valores mobiliários compreende:
I – as instituições financeiras e demais sociedades que tenham por objeto distribuir emissão de valores mobiliários:
***a)* como agentes da companhia emissora;**
***b)* por conta própria, subscrevendo ou comprando a emissão para a colocar no mercado**;".

[285] Conforme EIZIRIK, no *underwriting* firme, o *underwriter* subscreve a emissão, pagando de imediato à companhia a importância respectiva e depois passa a colocar os valores mobiliários subscritos juntamente ao público (EIZIRIK, Nelson et al. *Mercado de capitais* – regime jurídico, p. 183).

[286] Dispõe o art. 15 da Lei nº 4.728/1965: "As instituições financeiras autorizadas a operar no mercado financeiro e de capitais poderão organizar **consórcio** para o fim especial de colocar títulos ou valores mobiliários no mercado". Vale salientar que se aplicam ao consórcio as regras gerais previstas nos arts. 278 e 279 da Lei nº 6.404/1976.

[287] Somente serão admitidas à distribuição com esforços restritos as cotas dos FIDCs fechados, a saber: "Art. 1º da Instrução CVM 476: Serão regidas pela presente Instrução, as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos.
[...]
IV – cotas de fundos de investimento fechados".

[288] Dispõe o art. 34 da ICVM nº 400: "As Instituições Intermediárias poderão se organizar sob a forma de consórcio com o fim específico de distribuir os valores mobiliários no mercado e/ou garantir a subscrição da emissão.
§ 1º As cláusulas relativas ao consórcio deverão ser formalizadas no mesmo instrumento do contrato de distribuição, onde deverá constar a outorga de poderes de representação das Instituições Intermediárias consorciadas ao líder da distribuição e, se for o caso, as condições e os limites de coobrigação de cada instituição participante.
§ 2º À instituição que não celebrou o instrumento referido no *caput* será permitida a adesão através da celebração, com o líder da distribuição, do respectivo termo, até a data da obtenção do registro.
§ 3º Salvo disposição em contrário, a obrigação de cada uma das Instituições Intermediárias consorciadas de garantir a distribuição dos valores mobiliários no mercado, nos termos deste artigo, ficará, no mínimo, limitada ao montante do risco assumido no contrato, observadas as disposições do parágrafo único do art. 36".

289 EIZIRIK, Nelson et al. *Mercado de capitais* – regime jurídico, p. 184.

290 Art. 278. da Lei nº 6.404/1976: "As companhias e quaisquer outras sociedades, sob o mesmo controle ou não, podem constituir consórcio para executar determinado empreendimento, observado o disposto neste Capítulo.
§ 1º O consórcio não tem personalidade jurídica e as consorciadas somente se obrigam nas condições previstas no respectivo contrato, respondendo cada uma por suas obrigações, sem presunção de solidariedade."

291 De acordo com o art. 37 da Instrução CVM nº 400, ao líder da distribuição cabem as seguintes obrigações:
"I – avaliar, em conjunto com o ofertante, a viabilidade da distribuição, suas condições e o tipo de contrato de distribuição a ser celebrado;
II – solicitar, juntamente com o ofertante, o registro de distribuição devidamente instruído, assessorando-o em todas as etapas da distribuição (art. 7º);
III – formar o consórcio de distribuição, se for o caso;
IV – informar à CVM, até a obtenção do registro, os participantes do consórcio, discriminando por tipo, espécie e classe a quantidade de valores mobiliários inicialmente atribuída a cada um;
V – comunicar imediatamente à CVM qualquer eventual alteração no contrato de distribuição, ou a sua rescisão;
VI – remeter mensalmente à CVM, no prazo de 15 (quinze) dias após o encerramento do mês, a partir da publicação do Anúncio de Início de Distribuição, relatório indicativo do movimento consolidado de distribuição de valores mobiliários, conforme modelo do Anexo VII;
VII – participar ativamente, em conjunto com o ofertante, na elaboração do Prospecto e na verificação da consistência, qualidade e suficiência das informações dele constantes, ficando responsável pelas informações prestadas nos termos do art. 56, § 1º da Instrução CVM nº 400;
VIII – divulgar, quando exigido por esta Instrução, os avisos nela previstos;
IX – acompanhar e controlar o plano de distribuição da oferta;
X – controlar os boletins de subscrição ou os recibos de aquisição, devendo devolver ao ofertante os boletins ou os recibos não utilizados, se houver, no prazo máximo de 30 (trinta) dias após o encerramento da distribuição
XI – suspender a distribuição na ocorrência de qualquer fato ou irregularidade, inclusive após a obtenção do registro, que venha a justificar a suspensão ou o cancelamento do registro;
XII – sem prejuízo do disposto no inciso XI, comunicar imediatamente a ocorrência do ato ou irregularidade ali mencionados à CVM, que verificará se a ocorrência do fato ou da irregularidade são sanáveis, nos termos do art. 19; e
XIII – guardar, por 5 (cinco) anos, à disposição da CVM, toda a documentação relativa ao processo de registro de distribuição pública e de elaboração do Prospecto". Por outra via, nas ofertas públicas com esforços restritos de distribuição das cotas de um FIDC fechado, cabe à instituição líder, de acordo com o disposto no art 11 da Instrução CVM nº 476:
"Art. 11. São deveres do intermediário líder da oferta:
I – tomar todas as cautelas e agir com elevados padrões de diligência, respondendo pela falta de diligência ou omissão, para assegurar que as informações prestadas pelo ofertante sejam verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes, permitindo aos investidores uma tomada de decisão fundamentada a respeito da oferta;

II – divulgar eventuais conflitos de interesse aos investidores;
III – certificar-se de que os investidores têm conhecimento e experiência em finanças e negócios suficientes para avaliar a qualidade e os riscos dos valores mobiliários ofertados;
IV – certificar-se de que o investimento é adequado ao nível de sofisticação e ao perfil de risco dos investidores;
V – obter do subscritor ou adquirente do valor mobiliário a declaração prevista no art. 7º desta Instrução;
VI – suspender a distribuição e comunicar a CVM, imediatamente, caso constate qualquer irregularidade;
VII – efetuar a comunicação prevista no art. 8º; e
VIII – guardar, pelo prazo de 5 (cinco) anos, todos os documentos relativos ao processo de oferta pública, inclusive os documentos que comprovem sua diligência nos termos do inciso I."

292 Art. 9º-B da Instrução CVM nº 539/2013: "São considerados investidores qualificados:
I – investidores profissionais;
II – pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R$1.000.000,00 e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio, de acordo com o Anexo 9-B;
III – as pessoas naturais que tenham sido aprovadas em exame de qualificação técnica ou possuam certificações aprovadas pela CVM como requisitos para registro de agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários, em relação a seus recursos próprios;
IV – clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por um ou mais cotistas, que sejam investidores qualificados.

293 CÓDIGO Anbima de Regulação e Melhores Práticas para as Ofertas Públicas de Distribuição e Aquisição de Valores Mobiliários. Disponível em: <www.anbima.com.br>. Acesso em: 14 julho. 2015.

294 **Art. 10** do Código Anbima de Regulação e Melhores Práticas para as Ofertas Públicas de Distribuição e Aquisição de Valores Mobiliários: Nas Ofertas Públicas em que atuem na qualidade de Coordenadores, as Instituições Participantes deverão, na forma deste Código, zelar pela elaboração de prospecto e de formulário de referência, a fim de que apresentem informações suficientes, claras e precisas, para que o investidor tome a decisão de investimento com as informações necessárias disponíveis, observadas, ainda, as disposições constantes do Capítulo I do Anexo I e do Capítulo I do Anexo II. Devem ainda: [...]."

295 DINIZ, Maria Helena. *Curso de direito civil brasileiro*: teoria geral das obrigações, v. 2, p. 203.

296 DINIZ, Maria Helena. *Curso de direito civil brasileiro*: teoria geral das obrigações, v. 2, p. 204.

297 EIZIRIK, Nelson et al. *Mercado de capitais* – regime jurídico, p. 188.

298 Estabelece o art. 35 da Instrução CVM nº 400: "Após o início da distribuição, o contrato de distribuição firmado entre o ofertante e a instituição líder poderá ser alterado mediante prévia autorização da CVM e somente no que se refere a:

I – remuneração paga pelo ofertante;
II – procedimento de distribuição;
III – alteração das condições de distribuição, no que se referem à emissora ou ofertante;
IV – exclusão ou redução de garantia de distribuição dos valores mobiliários no mercado (garantia firme) pelas Instituições Intermediárias contratadas; e
V – substituição ou exclusão de Instituições Intermediárias".

299 JENNINGS, Richard W.; MARSH, Harold; COFFEE JR., John C. Securities regulation. In: Eizirik, Nelson et al. *Mercado de capitais* – regime jurídico, p. 192.

300 "**Section 11 -- Civil Liabilities on Account of False Registration Statement, do Securities Act de 1933:**
a. Persons possessing cause of action; persons liable
In case any part of the registration statement, when such part became effective, contained an untrue statement of a material fact or omitted to state a material fact required to be stated therein or necessary to make the statements therein not misleading, any person acquiring such security (unless it is proved that at the time of such acquisition he knew of such untruth or omission) may, either at law or in equity, in any court of competent jurisdiction, sue-
1. every person who signed the registration statement;
2. every person who was a director of (or person performing similar functions) or partner in the issuer at the time of the filing of the part of the registration statement with respect to which his liability is asserted;
3. every person who, with his consent, is named in the registration statement as being or about to become a director, person performing similar functions, or partner;
4. every accountant, engineer, or appraiser, or any person whose profession gives authority to a statement made by him, who has with his consent been named as having prepared or certified any part of the registration statement, or as having prepared or certified any report or valuation which is used in connection with the registration statement, with respect to the statement in such registration statement, report, or valuation, which purports to have been prepared or certified by him;
5. every underwriter with respect to such security.
If such person acquired the security after the issuer has made generally available to its security holders an earning statement covering a period of at least twelve months beginning after the effective date of the registration statement, then the right of recovery under this subsection shall be conditioned on proof that such person acquired the security relying upon such untrue statement in the registration statement or relying upon the registration statement and not knowing of such omission, but such reliance may be established without proof of the reading of the registration statement by such person.
[…]
f. Joint and several liability; liability of outside director
a. Except as provided in paragraph (2), all or any one or more of the persons specified in subsection (a) of this section shall be jointly and severally liable, and every person who becomes liable to make any payment under this section may recover contribution as in cases of contract from any person who, if sued separately, would have been liable to make the same payment, unless the person who has become liable was, and the other was not, guilty of fraudulent misrepresentation.
b.

i. The liability of an outside director under subsection (e) shall be determined in accordance with section 21D(f) of the Securities Exchange Act of 1934.
ii. For purposes of this paragraph, the term "outside director" shall have the meaning given such term by rule or regulation of the Commission.
g. Offering price to public as maximum amount recoverable
In no case shall the amount recoverable under this section exceed the price at which the security was offered to the public." (Disponível em: <http://www.law.uc.edu/CCL/33Act/ sec11.html>. Acesso em: 25 dez. 2008.)

301 **Estabelece o art. art. 56 da ICVM nº 400/03:** "O ofertante é o responsável pela veracidade, consistência, qualidade e suficiência das informações prestadas por ocasião do registro e fornecidas ao mercado durante a distribuição.
§ 1º A instituição líder deverá tomar todas as cautelas e agir com elevados padrões de diligência, respondendo pela falta de diligência ou omissão, para assegurar que:
I – as informações prestadas pelo ofertante são verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes, permitindo aos investidores uma tomada de decisão fundamentada a respeito da oferta; e
II – as informações fornecidas ao mercado durante todo o prazo de distribuição, inclusive aquelas eventuais ou periódicas constantes da atualização do registro da companhia e as constantes do estudo de viabilidade econômico-financeira do empreendimento, se aplicável, que venham a integrar o Prospecto, são suficientes, permitindo aos investidores a tomada de decisão fundamentada a respeito da oferta.
[...]
§ 5º O ofertante e a instituição líder deverão declarar que o Prospecto contém as informações relevantes necessárias ao conhecimento pelos investidores da oferta, dos valores mobiliários ofertados, da emissora, suas atividades, situação econômico-financeira, os riscos inerentes à sua atividade e quaisquer outras informações relevantes, bem como que o Prospecto foi elaborado de acordo com as normas pertinentes".

302 Art. 11, inciso I, da ICVM nº 476/2009.

303 EIZIRIK, Nelson et al. *Mercado de capitais* – regime jurídico, p. 197.

304 EIZIRIK, Nelson et al. *Mercado de capitais* – regime jurídico, p. 195.

305 CVM PEDE limites para empréstimos pré-oferta. *Valor Econômico*, 15, 16 e 17 ago. 2008. Caderno de Investimento.

306 Segundo Diniz, todo aquele que voluntariamente infringir dever jurídico, estabelecido em lei ou em relação negocial, causando prejuízo a alguém, ficará obrigado a ressarci-lo (Código Civil, arts. 186 e 927), pois, uma vez vulnerado direito alheio, produzindo dano ao seu titular, imprescindível será uma reposição ao *status quo ante* ou um reequilíbrio ao desajuste sofrido (DINIZ, Maria Helena. *Curso de direito civil brasileiro*: teoria geral das obrigações, v. 2, p. 400).

307 Diniz ensina que a responsabilidade objetiva se funda no risco, que explica essa responsabilidade no fato de haver o agente causado prejuízo à vítima ou a seus bens. É irrelevante a conduta culposa ou dolosa do causador do dano, uma vez que bastará a existência do nexo causal entre o prejuízo

sofrido pela vítima e a ação do agente para que surja o dever de indenizar (Idem. *Curso de direito civil*: responsabilidade civil. 20. ed. São Paulo: Saraiva, 2006. v. 7, p. 131.)

308 EIZIRIK, Nelson et al. *Mercado de capitais* – regime jurídico, p. 199.

309 EIZIRIK, Nelson et al. *Mercado de capitais* – regime jurídico, p. 202.

310 COMISSÃO DE Valores Mobiliários – CVM. Jurisprudência – Cobrasma S.A. – CVM, Inquérito Administrativo nº RJ 06/87, voto do Relator Lauro de Mendonça Gouvêa Filho. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. Revista dos Tribunais, São Paulo, ano XXVI, n. 68, p. 98-100, out./dez. 1987.

311 COMISSÃO DE Valores Mobiliários – CVM. Jurisprudência – Cobrasma S.A. – CVM, Inquérito Administrativo nº RJ 06/87, voto do Relator Lauro de Mendonça Gouvêa Filho. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. Revista dos Tribunais, ano XXVI, n. 68, p. 99.

312 Art. 59 – da Instrução CVM nº 400/2003: "Considera-se infração grave, para os efeitos do § 3º do Art. 11 da Lei nº 6.385, de 1976, sem prejuízo da multa de que trata o § 1º do mesmo artigo, a distribuição:
[...]
V – com prestação de informações falsas ou tendenciosas no Prospecto ou no âmbito das ofertas de que trata a presente Instrução."

313 Decisão do Colegiado da CVM datada de 8 de novembro de 2004. Assunto: Dispensa de Requisito de Registro na Oferta Pública de Distribuição Primária de Ações Preferenciais "A" de emissão de Braskem S.A. Processo CVM n: RJ/2004/2465. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Acesso em: 10 jun. 2012.

314 Art. 4º da Instrução CVM nº 400/2003: "Considerando as características da oferta pública de distribuição de valores mobiliários, a CVM poderá, a seu critério e sempre observados o interesse público, a adequada informação e a proteção ao investidor, dispensar o registro ou alguns dos requisitos, inclusive publicações, prazos e procedimentos previstos nesta Instrução. [...]
§4º Na hipótese de dispensa de requisitos de registro com base no inciso VII do § 1º, deverá ser, adicionalmente, observado o seguinte:
I – o ofertante apresentará à CVM, juntamente com o pedido fundamentado mencionado no § 2º deste artigo, modelo de declaração a ser firmado pelos subscritores ou adquirentes, conforme o caso, da qual deverá constar, obrigatoriamente, que:
a) têm conhecimento e experiência em finanças e negócios suficientes para avaliar os riscos e o conteúdo da oferta e que são capazes de assumir tais riscos;
b) tiveram amplo acesso às informações que julgaram necessárias e suficientes para a decisão de investimento, notadamente aquelas normalmente fornecidas no Prospecto; e
c) têm conhecimento de que se trata de hipótese de dispensa de registro ou de requisitos, conforme o caso;
[...]"

315 Decisão do Colegiado da CVM datada de 8 de novembro de 2004. Assunto: Dispensa de Requisito de Registro na Oferta Publica de Distribuição Primária de Ações Preferenciais “A” de emissão de Braskem S.A. Processo CVM n: RJ/2004/2465. (Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Acesso em: 27 mar. 2013.)

316 UNITED States Court of Appeals, Second Circuit. Argued Sept. 23, 1986. Disponível em: <http://bulk.resource.org/courts.gov/c/F2/810/810.F2d.336.86-7436.86-7398.106.230.html>. Acesso em: 5 jan. 2008.

317 Sobre o assunto, ver texto reproduzido na nota nº 270, neste Capítulo.

CONCLUSÃO

O fundo de investimento em direitos creditórios (FIDC), a despeito de ainda ser considerado um produto complexo e da insegurança jurídica existente como decorrência da escassez de jurisprudência, contribuiu – e decerto contribuirá – com o desenvolvimento da indústria de securitização no Brasil, haja vista a necessidade de captação de recursos pelas empresas, o elevado custo do crédito bancário e o racionamento deste em razão da crise econômico-financeira global hodierna.

Ademais, com a edição da Lei nº 12.431/2011, os FIDCs vinculados aos projetos de infraestrutura, pesquisa, desenvolvimento e inovação propiciarão às empresas um meio de captação de longo prazo, conforme objetivos perseguidos pelo governo federal brasileiro, qual seja, elevar o investimento em infraestrutura e inovação e, ao mesmo tempo, conceder tratamento tributário privilegiado aos investidores que adquirirão cotas dos FIDCs dessa modalidade.

Em face das exigências regulamentares e da participação de instituições experientes e de boa reputação para estruturação dos fundos, o FIDC contribui para que essa operação seja bem-estruturada e, por consequência, considerada segura e eficaz, tanto para a empresa originadora dos direitos de crédito cedidos ao fundo quanto para os investidores que desejem investir seus recursos em fontes que propiciem segurança e boa rentabilidade, a despeito dos riscos inerentes a qualquer investimento, os quais devem ser avaliados de maneira criteriosa pelo investidor.

A segurança em tela foi, por certo, reforçada com a edição, pela CVM, da Instrução CVM nº 531, de 6 de fevereiro de 2013, ao definir e segregar o escopo de atuação de cada um dos prestadores de serviços ao fundo,

aumentando e delineando suas responsabilidades, com o propósito de coibir o desalinhamento de interesses dos aludidos prestadores, bem como impor a criação e publicação de regras e controles internos ao administrador e ao custodiante, obrigando-os a diligenciar o cumprimento das obrigações assumidas por terceiros por eles contratados, e, com isso, permitir ao investidor analisar tais controles, e à CVM, supervisioná-los.

O FIDC é, em regra, considerado um instrumento de captação a baixos custos para a empresa originadora, já que em geral – e quando não há qualquer espécie de coobrigação[318] da empresa emissora – o risco de crédito avaliado ao se atribuírem as taxas de juros remuneratórios de suas cotas é o risco das devedoras dos direitos de crédito que integram a carteira do fundo – risco esse em geral muito menor que o da própria empresa originadora, por se tratar de créditos pulverizados. Há, ademais, a diminuição do risco de falência da empresa originadora, o que não ocorreria se esta contraísse um empréstimo bancário, considerando-se que, ao se utilizar do FIDC como instrumento de captação, o índice de endividamento da referida empresa permanece inalterado.

Além de facilitar a captação de recursos, o FIDC possibilita à empresa originadora transferir o risco de crédito atrelado aos direitos de crédito de que é titular aos investidores que vão adquirir as cotas emitidas pelo fundo, por meio da cessão dos aludidos direitos de crédito ao fundo. Por consequência, reduz-se a insegurança da empresa no tocante ao recebimento dos pagamentos futuros, a título de contraprestação dos serviços por ela prestados ou dos produtos que ela vende, uma vez que esses pagamentos serão antecipados à empresa, mediante o pagamento, pelo fundo, do preço relativo à cessão dos direitos de crédito realizada.

Por outra via, com foco nos investidores, a tendência de crescimento da indústria dos FIDCs é alta, sobretudo após a alteração da lei nº 12.431/2011 ocorrida em 2013, a qual trouxe benefícios fiscais aos investidores dos FIDCs destinados a projetos de investimento e de infraestrutura, mesmo durante a crise econômico-financeira mundial hodierna, a qual poderá significar um marco importante do crescimento dos FIDCs. Isso é

corroborado pelo entendimento de especialistas nesse nicho, os quais afirmam que o alívio tributário advindo da Lei nº 12.431/2011 decerto atrairá os investidores, até mesmo os investidores pessoas físicas[319]. Com as taxas atrativas oferecidas nos FIDCs, os investidores decerto optarão por essa alternativa de investimento.

Passados quatorze anos da regulamentação dos FIDCs, no entanto, ainda há certa insegurança dos investidores para ingressarem de vez nesse produto, tendo em vista tratar-se de uma operação relativamente nova em comparação com os demais valores mobiliários existentes, sua estruturação ser complexa para ser compreendida pelo investidor e os documentos que a formalizam serem elaborados *tailor made*, não sendo instrumentos padronizados. Existe, além do exposto, insegurança jurídica no tocante à exequibilidade dos instrumentos contratuais que formalizam a operação do FIDC, à eficácia da cessão de créditos celebrada entre a empresa originadora ao fundo, uma vez que há carência de entendimentos proferidos pelos tribunais a respeito do assunto, sendo a jurisprudência escassa.

Outra problemática que pode contribuir para a aludida insegurança diz respeito às instituições contratadas para desempenhar as atividades de estruturação, administração, cobrança e custódia dos FIDCs. As instituições em questão são escassas no mercado, o que pode ensejar o impedimento de um promissor desenvolvimento da indústria dos FIDCs, em razão da possibilidade de as poucas instituições existentes e especializadas não serem suficientes para suportar o crescimento dessa indústria.

Não obstante o exposto, e tendo em vista o ambiente propulsor de um breve crescimento na indústria de FIDCs, espera-se que todos os problemas ora apontados sejam sanados. Espera-se, assim, que haja maior padronização e simplificação dos contratos – os quais passarão a nortear os próximos fundos –, que seja viabilizado o desenvolvimento de um mercado secundário consistente. A expectativa é, por conseguinte, que as cotas emitidas por um FIDC tenham maior liquidez no mercado secundário, propiciando, por sua vez, a existência de um universo maior de empresas que se beneficiem desse instrumento como forma de captação de recursos.

Isso alcançado, a existência de maior número de investidores interessados trará maior volume de negócios nesse segmento.

No tocante às funções desempenhadas pelo coordenador da oferta – *underwriter* – das cotas de um FIDC e dos demais valores mobiliários, tanto a CVM quanto a Anbima, entidades reguladoras, requerem que este atue com elevados padrões de diligência e zelo, assim como um bom profissional atuaria.

Essa atuação diligente do coordenador destina-se a assegurar que todas as informações relativas às atividades da empresa originadora – nos FIDCs – ou das empresas que acessam o mercado de capitais, por meio da emissão de valores mobiliários, aos seus números e negócios, divulgadas ao mercado e à CVM, sejam verdadeiras, fidedignas e suficientes para que o investidor possa se basear nelas, a fim de realizar um investimento correto, criterioso, fundamentado e consciente de todos os riscos inerentes.

É nesse aspecto que a CVM tem se preocupado, em face da edição da Instrução CVM nº 480/2009, ao ter por finalidade divulgar ao mercado informações atinentes aos valores mobiliários ofertados e à empresa originadora/ofertante, de forma clara, concisa, padronizada, e com qualidade aos investidores e provê-los das aludidas informações para uma consciente tomada de decisão de investimento por meio dos formulários de referência.

Ainda, com a edição da referida Instrução, a CVM teve por finalidade adequar as normas brasileiras, no que tange ao *full disclosure* – ampla divulgação das informações – aos investidores, às normas internacionais, notadamente o modelo de registro recomendado pela Organização Internacional das Comissões de Valores (Iosco – *International Organization Securities Comission*) denominado “Shelf Registration System”, utilizado em países como Inglaterra, Canadá, Estados Unidos, Espanha, França e Japão[320].

O *underwriter* responsabiliza-se, portanto, juntamente com a empresa originadora dos direitos de crédito cedidos ao fundo, pelas informações

divulgadas ao mercado, cabendo a ele, *underwriter*, revisá-las e avaliá-las de maneira criteriosa.

Com base na análise regulatória que trata da responsabilidade do *underwriter* perante os investidores no âmbito de uma oferta pública de valores mobiliários, não se pode responsabilizá-lo pela falsidade das informações prestadas ao mercado, na hipótese de se provar que ele atuou em conformidade com as práticas profissionais em geral aceitas para revisão e avaliação das informações prestadas pela empresa originadora a fim de que sejam incluídas nos documentos de uma oferta pública de valores mobiliários.

Ainda nessa linha de raciocínio, o ordenamento jurídico brasileiro trouxe duas modalidades de responsabilidade: a subjetiva e a objetiva. De acordo com a responsabilidade subjetiva, para que uma pessoa seja responsabilizada, ela deverá ter praticado uma conduta culposa, em sentido amplo, isto é, abrangendo a conduta dolosa ou culposa, que provoque danos de ordem moral ou patrimonial a outrem (arts. 927, *caput*, e 186 do Código Civil). No caso da responsabilidade objetiva, esta independe da avaliação da culpa do agente; para que seja caracterizada, basta que a conduta do agente cause danos a outrem, e que seja provado o nexo de causalidade entre a conduta e o resultado, o dano (art. 927, parágrafo único, do Código Civil).

Infere-se, com base no estudo da doutrina e da jurisprudência abordadas no presente trabalho – a despeito da doutrina jurídica e da jurisprudência no âmbito do mercado de capitais estarem em plena fase de formação e terem influência basicamente da doutrina, legislação e prática norte-americana –, que a modalidade de responsabilização do coordenador pela falta de diligência, a qual tenha acarretado prejuízo a um investidor que confiou naquelas informações e, com base nelas, realizou o investimento, é a de responsabilidade civil subjetiva, ou seja, deve ser provada a culpa do coordenador. Em outras palavras, deve-se provar que o coordenador não foi diligente e não desempenhou suas atividades como um bom profissional.

A conclusão apresentada deve-se ao fato de que a responsabilidade objetiva corresponde a um regime excepcional de responsabilização e incide quando prevista de forma expressa em lei ou em situações que envolvam risco grave e extraordinário, ou seja, quando se tratar de atividades perigosas e aquelas desenvolvidas pelo *underwriter* não se caracterizarem como tal. Haja vista que os investidores que acessam o mercado de capitais são em geral investidores de grande porte e, consequentemente, têm total discernimento de avaliar os riscos envolvidos ao decidirem aplicar seus recursos nos valores mobiliários que lhes são ofertados.

Conclui-se, portanto, que a responsabilidade do coordenador advém de uma obrigação de meio, isto é, ele deve atuar com o padrão normal de diligência no desempenho de suas atividades. Em outras palavras, o *underwriter* não tem a obrigação de alcançar o resultado certo e exato ao desempenhar suas funções, uma vez que a atuação com diligência não garante a obtenção na íntegra do resultado, daí o motivo pelo qual não ser sua responsabilidade objetiva, pois se torna necessária a comprovação de culpa para que o coordenador seja responsável. Por essa razão, tanto do regulamento quanto do prospecto dos FIDCs deve haver um *full disclosure* – uma ampla e total divulgação das informações aos investidores – a respeito dos riscos envolvidos na emissão, a fim de dar conhecimento destes aos investidores e, com isso, mitigar a responsabilidade dos *underwriters* por eventual omissão ou incompletude de relevantes informações pertinentes à empresa originadora dos direitos creditórios e dos aludidos riscos.

-

318 Art. 2º da Instrução CVM 356: “Para efeito do disposto nesta instrução, considera-se: XV – coobrigação: é a obrigação contratual ou qualquer outra forma de retenção substancial dos riscos de crédito do ativo adquirido pelo fundo assumida pelo cedente ou terceiro, em que os riscos de exposição à variação do fluxo de caixa do ativo permaneçam com o cedente ou terceiro.”

319 FIDC do BB e Votorantim pode somar R$ 1 bi em patrimônio – 13/06/2014 http://exame.abril.com.br/mercados/noticias/fidc-do-bb-e-votorantim-pode-somar-r-1-bi-em-patrimonio. Acesso em 15 de julho de 20015. De acordo com a citada notícia, o incentivo tributário

ajudou a atrair pessoas físicas que responderam pela maior parte dos recursos captados pelo novo fundo batizado como FIDC BB Votorantim Highland Infraestrutura.

320 Instrução 480: nova realidade para as companhias abertas. *Revista Capital Aberto*. Suplemento Especial, ano 7, n. 78, p. 2, fev. 2010.

REFERÊNCIAS

AFONSO, José da Silva. *Curso de Direito Constitucional Positivo*. 19. ed. São Paulo: Malheiros, 2001.

ALMEIDA, Amador Paes de. *Manual das sociedades comerciais*. 12. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 1999.

ANAYA, Márcio. Fundos de investimento em direitos creditórios (FIDCs) ampliam retorno e podem ganhar cotistas em meio a turbulência. *Revista Valor Investe*, ano 6, n. 22, out. 2008. (Crédito Blindado).

AUSTIN rebaixa *rating* de FIDC Silverado. *Valor Econômico*, 12 set. 2011. Caderno de Finanças.

CAMINHA, Uinie. *Securitização*. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2007.

CAPITALIZANDO o problema. *Capital Aberto*, ano 10, n. 114, fev. 2013. Disponível em: <www.capitalaberto.com.br>. Acesso em: 25 mar. 2013.

CÓDIGO de Auto-Regulação da Anbid para as Ofertas Públicas de Distribuição e Aquisição de Valores Mobiliários. Disponível em: <www.anbid.com.br>. Acesso em: 28 dez. 2008.

COMISSÃO de Valores Mobiliários – CVM. Cobrasma S.A. – CVM, Inquérito Administrativo nº RJ 06/1987, voto do Relator Lauro de Mendonça Gouvêa Filho**.** *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Revista dos Tribunais, ano XXVI, n. 68, p. 98-100, out./dez. 1987.

COWAN, Cameron L. *On behalf of the American Securitization Forum*. Hearing on Proctecting Homeowners: Preventing Abusive Lending While Preserving Access to Credit. Disponível em: <http://financialservices.house.gov/media/pdf>. Acesso em: 29 mar. 2012.

DELOITTE – FIDC. Disponível em: <http://www.abbc.org.br/abbc/web/arquivos/forum_abbc_instrucao_cvm_489.pdf>. Acesso em: 27 maio 2012.

DINIZ, Maria Helena. *Curso de direito civil brasileiro*: teoria geral das obrigações. 21. ed. São Paulo: Saraiva, 2006. v. 2.

DINIZ, Maria Helena. *Curso de direito civil*: responsabilidade civil. 20 ed. São Paulo: Saraiva, 2006. v. 7.

DOTTA, Eduardo Montenegro. *A responsabilidade dos administradores de fundos de investimento no novo Código Civil*. São Paulo: Textonovo, 2005.

EIZIRIK, Nelson et al. *Mercado de capitais* – regime jurídico. 3. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

FAGUNDES, João Paulo F. A. Os fundos de investimento em direitos creditórios à luz das alterações promovidas pela instrução CVM 393. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro,* São Paulo, v. 132, p. 96-105, out./dez. 2003.

FERREIRA, Catarina Iazzetti. O papel desempenhado pela CVM na evolução dos fundos de investimento em direitos creditórios no Brasil. In: LIMA NETO, Lucas de (Org.). *Securitização de ativos* – a era da desintermediação financeira. Porto Alegre: Zouk, 2007. (Gainvest Publicações).

FIDC do Cruzeiro do Sul. *Valor Econômico*, 21 set. 2011. Caderno de Finanças.

FORTUNA, Eduardo. *Mercado financeiro*: produtos e serviços. 16. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2005.

FREITAS, José Alexandre. O administrador de fundos de investimento em direitos creditórios. In: LIMA NETO, Lucas de (Org.). *Securitização de ativos* – a era da desintermediação financeira. Porto Alegre: Zouk, 2007. (Gainvest Publicações).

FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza jurídica dos fundos de investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

FUNDOS de investimento. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Acesso em: 11 dez. 2008.

GAGGINI, Fernando Schwarz. *Fundos de investimento no direito brasileiro.* São Paulo: Livraria e Editora Universitária de Direito. 2001.

GAGGINI, Fernando Schwarz. *Securitização de recebíveis*. São Paulo: Livraria e Editora Universitária de Direito, 2003.

GAZONI, Pedro Luiz; MOLLEIN, Juan. Ratings de operações estruturadas no Brasil. In: LIMA NETO, Lucas de (Org.). *Securitização de ativos* – a era da desintermediação financeira. Porto Alegre: Zouk, 2007. (Gainvest Publicações).

GONÇALVES, Carlos Roberto. *Direito civil brasileiro*; teoria geral das obrigações. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2006. v. II.

JANGER, Edward. Muddy rules for securitizations. 7 *Fordham J. Corp. & Fin.* 301 (2002). Disponível em: <http://works.bepress.com/edward_janger/15/>. Acesso em: 5 nov. 2008.

JENNINGS, Richard W.; MARSH, Harold; COFFEE JR., John C. Securities regulation. In: EIZIRIK, Nelson et al. *Mercado de capitais* – regime jurídico. 2. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

KOHN, Meir G. *The capital market before 1600*. Dartmouth College, Department of Economics Working Paper No. 99-06, feb. 1999. Disponível em: <www.dartmouth.edu/-mkohn/Papers/99-06.pdf>

LEITE, Cristiano da Cruz. O papel do advogado na estruturação de fundo de recebíveis. In: LIMA NETO, Lucas de. *Securitização de ativos* – a era da desintermediação financeira. Porto Alegre: Zouk, 2007. (Gainvest Publicações).

LIMA NETO, Lucas de (Org.). *Securitização de ativos* – a era da desintermediação financeira. Porto Alegre: Zouk, 2007. (Gainvest Publicações).

LIMA, Iran Siqueira et al. (Orgs.). *Fundos de Investimentos*: aspectos operacionais e contábeis São Paulo: Atlas, 2004.

PERRICONE, Sheila. Fundos de investimentos: a política de investimento e a responsabilidade dos administradores, *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, São Paulo: Revista dos Tribunais, ano 4, n. 11, p. 80-100. jan.-mar. 2001.

Fundos de Investimento em Direitos Creditórios. Associação Brasileira de Entidades de Mercados Financeiros e de Capitais; redatores: Antônio Filgueira, Dalton Boechat. – Rio de Janeiro: ANBIMA, 2015.

QUEIROZ, José Eduardo Carneiro. Valor mobiliário, oferta pública e oferta privada: conceitos para o desenvolvimento do mercado de capitais. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais*, São Paulo: Revista dos Tribunais, ano 11, n. 41, jul.-set. 2008.

RELATÓRIO DE ANÁLISE – SNC. Processo RJ 2009/12393 – Audiência Pública SNC Fundos nº 01/2010. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Acesso em: 27 maio 2012.

SALOMÃO NETO, Eduardo. *Direito bancário*. São Paulo: Atlas, 2005.

RELATÓRIO DE ANÁLISE – Superintendência de Desenvolvimento de Mercado da CVM – Audiência Pública SDM nº 05/2012 – Processo CVM nº RJ 2009-7807.

SANTANA, Rogério de Araújo. *O fundo de investimento em direitos creditórios como alternativa de financiamento*: 2001–2005. 2006. Dissertação (Mestrado em Economia)– Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2006.

SCHWARCZ, Steven L. The alchemy of asset securitization. The Board of Trustees of the Leland Stanford Junior University Stanford Journal of Law *Stanford Journal of Law, Business & Finance*, 1994.

STATEMENT of Cameron L. Cowan Partner, Orrick, Herrington, and Sutcliffe, LLP on behalf of the American Securitization Forum, before the Subcomittee on Housing and Community Opportunity, Subcomittee on Financial Institutions and Consumer Credit, United States House of Representatives, *Hearing on protecting homeowners*: preventing abusive lending while preserving access to credit**,** November 5, 2003. Disponível

em: <http://financialservices.house.gov/media/pdf/110503cc.pdf>. Acesso em: 27 maio 2012.

SUMMER Program in American Law – Litigation – Professor Suzanne Glodberg. Case: Celotex Corp. v. Catrett, 1986.

USA. *Securities Act of 1933*, Section 11 – Civil Liabilities on Account of False Registration Statement. Disponível em: <http://www.law.uc.edu/CCL/33Act/sec11.html>. Acesso em: 25 dez. 2008.

VIEIRA, Catherine. EU&S.A. Dispensa de registro para oferta restrita entra em audiência. *Valor Econômico*, 9 set. 2008.

VIEIRA, Eliardo Araújo Lopes; GAZONI, Pedro Luiz; MOLLEIN, Juan. Auditoria em fundos de investimento em direitos creditórios. In: LIMA NETO, Lucas de (Org.). *Securitização de ativos* – a era da desintermediação financeira. Porto Alegre: Zouk, 2007. (Gainvest Publicações).

Anexo A

O contrato de garantia firme foi firmado com a Cobrasma, pelo Crefisul, pelo BCN e pelo Bradesco, ficando o Crefisul investido de poderes de representação dos demais coordenadores junto à CVM em todas as atividades relativas à obtenção do registro de emissão.

Os três coordenadores respondiam individualmente por suas obrigações, sendo deveres de todos, dentre outros, assessorar a emissora no preenchimento dos formulários anexos à Instrução CVM 13/80, prestar assistência à emissora na atualização de suas informações e no registro de emissão junto à CVM e elaborar os prospectos preliminar e definitivo, mantendo-os à disposição do público.

Com relação à garantia de subscrição os três coordenadores encontravam-se em igualdade de condições quanto ao montante do risco assumido.

Embora, pelo contrato, as três instituições financeiras sejam igualmente responsáveis, o Crefisul se destaca como o verdadeiro líder, o que se depreende tanto dos depoimentos prestados, quanto por ter sido ele responsável pelos contatos com os outros *underwriters* para a formação do *pool*, como, também, por ter sido o Crefisul a instituição que acompanhou a elaboração da projeção feita pela Cobrasma (fls. 44).

Entretanto, é a cláusula IX, letra A, do contrato, que trata Da Remuneração, que vamos encontrar a principal caracterização do Crefisul como o principal líder do lançamento. Estabelece a citada cláusula: “Comissão de Coordenação – A Emissora pagará uma comissão de 0,5 % sobre a quantia de Cz$ 535,5 milhões perfazendo a importância de Cz$

2.667.500,00, a ser paga aos coordenadores nas seguintes quantidades: Cz$ 2.000.000,00 ao Crefisul; Cz$ 338.750,00 ao BCN e Cz$ 338.750,00 ao Bradesco pelos serviços de obtenção de registro de emissão pública na CVM, análise econômico-financeira e assessoria referente aos eventos relacionados com a emissão, vencível na data de obtenção do registro de emissão na CVM".

Segundo o depoimento do Sr.... (fls. 64-70), o Crefisul, ao receber o estudo preliminar feito pela Cobrasma, reformulou o referido estudo: "Como o Banco julgou a operação muito grande para o mercado aconselhou a emissão de Cz$ 536 milhões e fez um simples ajuste na parte da receita financeira".

Também segundo os depoimentos, foi instada pelo Credisul que a Cobrasma divulgou suas projeções: "O que ocorreu é que o Crefisul alertou que seria natural que em qualquer reunião da Abamec's seria perguntado qual o lucro projetado da companhia, e nós não desejávamos responder a essa pergunta. Porém o Crefisul nos informou que pela importância do lançamento haveria insistência nessa pergunta e a Cobrasma poderia dar uma resposta de simples estimativas de lucro, que jamais seria entendida como uma projeção formal do resultado." (Depoimento do Sr. Marcos Vidigal Xavier da Silveira –fls. 42-47).

O Sr....., em depoimento de fls. 56-58, respondendo a pergunta sobre a contratação do Bradesco como coordenador, assim se expressou: "O Bradesco foi convidado pelo Crefisul a participar, no início de junho/86. O convite foi examinado à luz das informações dadas pelo Crefisul. Antes da assinatura do contrato não participamos de reunião com a companhia".

Como se pode facilmente verificar, o Crefisul foi, indubitavelmente, a instituição líder do lançamento, embora tal fato não elida e responsabilidade formal dos co-líderes Bradesco e BCN. Estes tiveram acesso às projeções e admitem tê-las revisado. Deixaram, também, de detectar os erros apontados pela comissão de inquérito. Após a divulgação das projeções pela companhia, não tomaram qualquer providência no sentido de envidar

esforços junto à emissora para que as projeções fossem encaminhadas à CVM e incluídas no prospecto.

A instrução 14, parágrafo primeiro, da instrução CVM 13, comete ao líder da distribuição "desenvolver esforços no sentido de verificar a suficiência e qualidade das informações durante todo o prazo de distribuição, e necessárias a uma tomada de decisão por parte dos investidores, inclusive aqueles eventuais periódicos constantes da atualização do registro da companhia e as constantes do parecer sobre a viabilidade econômico-financeira (artigo 1º, parágrafo primeiro) que venham a integrar o prospecto de emissão".

Ressalte-se que quando o texto se refere a "prazo de distribuição" não exclui, por óbvio, o período imediatamente anterior à distribuição, ou até mesmo à decisão da emissão, quando já existem tratativas entre a companhia emissora e o líder relativamente à colocação. Note que o art. 17, da Instrução 13 elenca todas as obrigações que competem ao *underwriter*, além daquela prevista no art. 14, deixando claro o seu dever de assessorar a companhia em todas as etapas da emissão. Com a assinatura do contrato o *underwriter* responde por todos os atos preparatórios por ele praticados com vistas à concretização do negócio.

À vista das falhas técnicas no preparo das projeções, elaboradas por erros por não levar em conta fatos conhecidos que distorciam significativamente os números prospectivos que serviram de base para o estudo do lançamento das ações e, posteriormente, de forma sintetizada, divulgadas para um público específico, **pode-se afirmar que os *underwriters* não exerceram suficientemente o seu dever de verificar a qualidade das informações fornecidas ao mercado**. Ao não incluir tais dados nos prospectos definitivos deixaram de assessorar adequadamente a empresa emissora.

Considerando-se que os Srs. Luis Eulálio de Bueno Vidigal Filho, Marcos Vidigal Filho Xavier da Silveira, Ércio Pinto Tavares e Eduardo Luis Pinto e Silva, na qualidade de administradores da Cobrasma S.A., efetuaram divulgação de projeções de resultados elaborados com erros

substanciais durante o período de emissão das ações e não as incluíram na atualização do Registro de Companhias e no prospecto com os dados da emissão, Por isso infringiram o disposto no artigo 8º da Instrução CVM 32/84 e artigo 14, da Instrução CVM 13/80. Voto pelas seguintes apenações:

– Cobrasma S.A. – 5% do valor corrigido da emissão e que corresponde à aproximadamente 9,4% do valor atualizado da projeção considerada irregular no presente inquérito;

– Luis Eulálio de Bueno Vidigal Filho – 2,5% do valor corrigido da emissão e que corresponde à aproximadamente 4,7% do valor atualizado da projeção inicial;

– Marcos Vidigal Xavier da Silveira – 2,5% do valor corrigido da emissão e que corresponde à aproximadamente 4,7% do valor atualizado da projeção inicial;

– Élcio Pinto Tavares – 500 OTN.

Ao julgador cabe a tarefa de interpretar o grau de relevância e as circunstâncias em que as normas administrativas deixaram de ser observadas. O caso em estudo envolve instituições financeiras formalmente responsáveis pelos mesmos compromissos perante a Cobrasma, porém, esta reconhece o fato de que o Crefisul, na prática, atuou como verdadeiro líder, para o que recebeu uma remuneração substancialmente superior aos demais bancos.

Seguindo a linha de que a responsabilização pelos ilícitos administrativos deve levar em conta não somente a literalidade do contrato, mas, sim, as obrigações efetivamente assumidas, conforme se possa depreender do conjunto de circunstâncias fáticas apuradas, **somos favoráveis ao reconhecimento da caracterização feita ao Crefisul como a instituição que atuou como o efetivo líder** e, portanto, responsável pela infração ao disposto nos arts. 1º, parágrafo primeiro e 17, inc. II, da Instrução CVM 13/80.

Assim sendo, voto pela apenação de advertência o Banco BCN de Investimentos S.A. e ao Banco Bradesco de Investimentos S.A. e pela absolvição do Sr....., e do Sr. ....

Ao Banco Crefisul de Investimento S.A. voto pela aplicação de multa equivalente a 5% do valor atualizado da operação de "garantia de subscrição" prestada por esta instituição à Cobrasma S.A.

Ao Sr. Roberto Sande Caldeira Bastos voto pela aplicação de multa equivalente a 2,5 % do valor atualizado da operação de "garantia de subscrição" prestada pelo Banco Crefisul junto à Cobrasma S.A.

Anexo B

Corte de Apelação dos Estados Unidos, 2ª Câmara, 23 de setembro de 1986[321] 810 F.2d 336

Fed. Sec. L. Rep. P 93,101, 6 Fed.R.Serv.3d 1136

Morris AKERMAN and Susan Akerman, Plaintiffs-Appellants, Cross-Appellees, Dr. Lawrence Kuhn, Intervenor-Plaintiff, v.

ORYX COMMUNICATIONS, INC., Moore & Schley, Cameron & Co., Robertson Securities Corporation and Laidlaw Adams & Peck, Inc., DefendantsAppellees, Appeal of MOORE & SCHLEY, CAMERON & CO., Robertson Securities Corporation and Laidlaw Adams & Peck, Inc., Defendants-Appellees, Cross-Appellants.

Nos. 106, 230, Dockets 86-7398, 86-7436.

United States Court of Appeals, Second Circuit.

Argued Sept. 23, 1986. Decided Jan. 26, 1987.

Jules Brody, New York City (Edwin J. Mills, Stull, Stull & Brody, New York City, of counsel), for plaintiffs-appellants, cross-appellees.

Jeffrey A. Fillman, New York City (Finley, Kumble, Wagner, Heine, Underberg, Manley, Meyerson & Casey, New York City, of counsel), for defendantappellee Oryx Communications, Inc.

William F. Koegel, New York City (Peter Kimm, Jr., Rogers & Wells, New York City, of counsel), for defendants-appellees-cross-appellants Moore & Schley, Cameron & Co., Robertson Securities Corp. and Laidlaw, Adams & Peck, Inc.

Before VAN GRAAFEILAND, MESKILL and NEWMAN, Circuit Judges.

MESKILL, Circuit Judge:

1

Plaintiffs Morris and Susan Akerman and Dr. Lawrence Kuhn appeal from an order of the United States District Court for the Southern District of New York, Sofaer, J., granting summary judgment disposing of their claims under section 11 of the Securities Act of 1933 (Act) against defendants Oryx Communications, Inc. ("Oryx" or "issuer"), Moore & Schley, Cameron & Co., Robertson Securities Corp. and Laidlaw, Adams & Peck (underwriters), and disposing of their claims under section 12(2) of the Act as against the issuer. The Akermans also appeal from the district court's refusal to certify a defendant class of underwriters with respect to the remaining section 12(2) claims. The underwriters cross-appeal from the district court's denial of their motion for summary judgment against the Akermans' section 12(2) claims. The district court directed the entry of a final judgment and issued a Fed.R.Civ.P. 54(b) certificate as to the claims determined on defendants' motions for summary judgment.

2

We affirm the judgment on the plaintiffs' section 11 and section 12(2) claims and dismiss the plaintiffs' class certification and the underwriters' section 12(2) appeals for lack of appellate jurisdiction and remand to the district court for further proceedings.

BACKGROUND

3

This case arises out of a June 30, 1981, initial public offering of securities by Oryx, a company planning to enter the business of manufacturing and marketing abroad video cassettes and video discs of feature films for home entertainment. Oryx filed a registration statement and an accompanying prospectus dated June 30, 1981, with the Securities

and Exchange Commission (SEC) for a firm commitment offering of 700,000 units. Each unit sold for $4.75 and consisted of one share of common stock and one warrant to purchase an additional share of stock for $5.75 at a later date.

4

The prospectus contained an erroneous pro forma unaudited financial statement relating to the eight month period ending March 31, 1981. It reported net sales of $931,301, net income of $211,815, and earnings of seven cents per share. Oryx, however, had incorrectly posted a substantial transaction by its subsidiary to March instead of April when Oryx actually received the subject sale's revenues. The prospectus, therefore, overstated earnings for the eight month period. Net sales in that period actually totaled $766,301, net income $94,529, and earnings per share three cents.

5

Oryx's price had declined to four dollars per unit by October 12, 1981, the day before Oryx revealed the prospectus misstatement to the SEC. J. App. at 154. The unit price had further declined to $3.25 by November 9, 1981, the day before Oryx disclosed the misstatement to the public. J.App. at 140. After public disclosure, the price of Oryx rose and reached $3.50 by November 25, 1981, the day this suit commenced. J.App. at 140.

6

Plaintiffs allege that the prospectus error rendered Oryx liable for the stock price decline pursuant to sections 11 and 12(2) of the Securities Act of 1933. In July 1982, Oryx moved for summary judgment on the grounds, inter alia, that the misstatement was not material for purposes of establishing liability under section 11 and that the misstatement had not actually caused the price decline for purposes of damages under section 11. Oryx also moved for summary judgment on the section 12(2) claims, again arguing that the error was immaterial and also that plaintiffs lacked

"privity," as required under section 12(2), to maintain a suit against Oryx as an issuer because the offering was made pursuant to a "firm commitment underwriting." In December 1982, plaintiffs brought the underwriters into the suit. The underwriters subsequently moved for summary judgment, making substantially the same arguments as had Oryx.

7

The district court held that the plaintiffs had established materiality "as a theoretical matter" for purposes of establishing liability under sections 11(a) and 12(2). Akerman v. Oryx Communications, Inc., 609 F.Supp. 363, 366-68 (S.D.N.Y. 1984). The court, however, granted summary judgment to all of the defendants with respect to section 11 because defendants had established that the prospectus error did not actually result in any part of the stock price decline and they thereby prevailed pursuant to the affirmative defense set out in that section. Id. at 372.

8

The district court also granted summary judgment to Oryx with respect to section 12(2), holding that plaintiffs lacked the privity required to maintain an action against Oryx as the issuer, not the immediate seller of the securities in question. Having ruled that the prospectus error was material, however, the court permitted the Akermans to proceed against their immediate sellers (the underwriters) under section 12(2). Id. at 374. Finally, the district court denied the Akermans' request to certify a defendant class of underwriters under this section because the Akermans had failed to demonstrate the requisite privity with respect to each defendant. Id. at 376.

DISCUSSION

A. Jurisdiction

9

Denial of summary judgment does not constitute a disposition on the merits; the dispute remains to be resolved at trial. See Pacific Union Conference of Seventh-Day Adventists v. Marshall, 434 U.S. 1305, 1306, 98 S.Ct. 2, 3, 54 L.Ed.2d 17 (1977) (denial of summary judgment not final judgment); Meyer v. Stern, 599 F.Supp. 295, 296-97 (D.Colo.1984) (same). Rule 54(b) "does not relax the finality required of each decision ... to render it appealable." Sears, Roebuck & Co. v. Mackey, 351 U.S. 427, 435, 76 S.Ct. 895, 899, 100 L.Ed. 1297 (1956). See 10 Wright, Miller & Kane, Federal Practice and Procedure: Civil 2d Sec. 2656, at 50 (1983) (certification under Rule 54(b) requires finality). Therefore, even though the district court certified for immediate appeal, pursuant to Fed.R.Civ.P. 54(b), "the issues determined on defendants' motions for summary judgment," J.App. at 1244, the issues raised by the underwriters' section 12(2) appeal and by the plaintiffs' class certification appeal are not properly before us.

10

The Akermans' appeal from the district court's refusal to certify a defendant class of underwriters falls to the same fate. The order does not of its own force terminate the litigation because the Akermans may proceed against each defendant individually. See Coopers & Lybrand v. Livesay, 437 U.S. 463, 467, 98 S.Ct. 2454, 2457, 57 L.Ed.2d 351 (1978) (denial of certification of plaintiff class not final judgment). Such an order may be appealed only if it falls "within an appropriate exception to the final-judgment rule." Id.

11

Plaintiffs contend that such an exception exists. They argue that we may hear the class certification appeal as "pendent" to the claims properly before us. See Marcera v. Chinlund, 595 F.2d 1231, 1236 n. 8 (2d Cir.) (denial of class certification may be heard, in appellate court's discretion, as "pendent" to independently appealable issues), vacated on other grounds sub nom. Lombard v. Marcera, 442 U.S. 915, 99 S.Ct. 2833, 61 L.Ed.2d

281 (1979). We disagree. This exception exists only "where the order disposing of the class action motion contains an appealable ruling and that ruling and the class certification are substantially interdependent." Port Authority Police Benevolent Ass'n v. Port Authority of New York & New Jersey, 698 F.2d 150, 152 (2d Cir.1983). Pendent appellate jurisdiction is a procedural device that rarely should be used because of the danger of abuse. Marcera, 595 F.2d at 1245 (Van Graafeiland, J., dissenting) (citing 16 Wright & Miller, Federal Practice and Procedure Sec. 3937, at 270-71 (1977)); see Sanders v. Levy, 558 F.2d 636, 643 (2d Cir.1976) (exceptions to finality requirement permitted only in "extraordinary circumstances"), adhered to on this point in banc, 558 F.2d 646 (1977), rev'd on other grounds sub nom. Oppenheimer Fund v. Sanders, 437 U.S. 340, 98 S.Ct. 2380, 57 L.Ed.2d 253 (1978).

12

The district court denied the Akermans' request to certify a defendant class because they lacked privity as required under section 12(2), see section B.2, infra, with each member of the proposed defendant class. Akerman, 609 F.Supp. at 374-76. The Akermans were permitted to proceed under section 12(2), however, against those underwriters from whom they directly purchased shares of Oryx. Id.

13

The final judgments properly before us, the section 11 appeal and section 12(2) appeal with respect to the issuer, do not sufficiently overlap with the certification issue to warrant exercise of pendent jurisdiction. The final judgments speak only to causation of damages regarding section 11 and the existence of privity between the Akermans and Oryx regarding section 12(2). The certification issue, however, requires evaluation of the very requirement that each named plaintiff possess standing to sue each member of the proposed class under section 12(2), as well as the fact-specific determination of whether each named plaintiff actually enjoys the

requisite privity. These issues are not "substantially interdependent" with the final judgments properly appealed to us. This deficiency distinguishes the instant case from Marcera, 595 F.2d at 1236 n. 8, where we exercised pendent jurisdiction because the "fundamental error" involved in the properly appealed district court judgment flawed the district court's interlocutory ruling as well. Id. See General Motors v. City of New York, 501 F.2d 639, 648 (2d Cir.1974) (pendent jurisdiction denied where "no such overlap exists between the [class action certification order] and the [independently appealable] order"). Finally, our refusal to accept jurisdiction does not risk waste of judicial resources because this case would proceed irrespective of how we might dispose of the class certification issue. See, e.g., San Filippo v. U.S. Trust Co. of New York, 737 F.2d 246, 255 (2d Cir.1984) (risk of wasting judicial resources by denying jurisdiction militates in favor of exercising pendent jurisdiction), cert. denied, 470 U.S. 1035, 105 S.Ct. 1408, 84 L.Ed.2d 797 (1985).

B. The Merits

1. Section 11 Claims

14

Section 11(a) of the 1933 Act imposes civil liability on the signatories of a registration statement if the registration statement contains a material untruth or omission of which a "person acquiring [the registered] security" had no knowledge at the time of the purchase. 15 U.S.C. Sec. 77k(a) (1982); Ross v. Warner, [1980 Transfer Binder] Fed.Sec.L.Rep. (CCH) p 97,735 at 98,860 (S.D.N.Y.1980).1 Plaintiffs in the Akermans' situation, if successful, would be entitled to recover the difference between the original purchase price and the value of the stock at the time of suit. 15 U.S.C. Sec. 77k(e). A defendant may, under section 11(e), reduce his liability by proving that the depreciation in value resulted from factors other than the material misstatement in the registration statement. 15 U.S.C. Sec. 77k(e); Greenapple v. Detroit Edison Co., 618 F.2d 198, 203 n. 9 (2d Cir.1980). A

defendant's burden in attempting to reduce his liability has been characterized as the burden of "negative causation." Beecher v. Able, 435 F.Supp. 397, 409 (S.D.N.Y. 1975).

15

The district court determined that plaintiffs established a prima facie case under section 11(a) by demonstrating that the prospectus error was material "as a theoretical matter." Akerman, 609 F.Supp. at 366-68. The court, however, granted defendants' motion for summary judgment on damages under section 11(e), stating: "[Defendants] have carried their heavy burden of proving that the [Oryx stock price] decline was caused by factors other than the matters misstated in the registration statement." Id. at 372. The precise issue on appeal, therefore, is whether defendants carried their burden of negative causation under section 11(e).

16

Defendants' heavy burden reflects Congress' desire to allocate the risk of uncertainty to the defendants in these cases. See Globus v. Law Research Service, 418 F.2d 1276, 1288 (2d Cir.1969), cert. denied, 397 U.S. 913, 90 S.Ct. 913, 25 L.Ed.2d 93 (1970). Defendants' burden, however, is not insurmountable; section 11(e) expressly creates an affirmative defense of disproving causation. See, e.g., Ross, Fed.Sec.L.Rep. (CCH) p 97,735 at 98,862 (summary judgment on section 11 claims appropriate in "light of the minimal materiality of [defendant's] nondisclosure and the market's failure to react in any discernible way to the revelations").

17

The Akermans' section 11(a) claim survived an initial summary judgment attack when the court concluded that the prospectus misstatement was material. Akerman, 609 F.Supp. at 366-68. We note, however, that the district court held that the misstatement was material only "as a theoretical matter." Id. at 368. As described below, this conclusion weighs heavily in

our judgment that the district court correctly decided that the defendants had carried their burden of showing that the misstatement did not cause the stock price to decline.

18

The misstatement resulted from an innocent bookkeeping error whereby Oryx misposted a sale by its subsidiary to March instead of April. Oryx received the sale's proceeds less than one month after the reported date. The prospectus, moreover, expressly stated that Oryx "expect[ed] that [the subsidiary's] sales will decline." J. App. at 102. Indeed, Morris Akerman conceded that he understood this disclaimer to warn that Oryx expected the subsidiary's business to decline. J.App. at 33-34. See Piemonte v. Chicago Board Options Exchange, 405 F.Supp. 711, 716-17 (S.D.N.Y. 1975) (prospectus disclaimer explicitly describing risks of investment undercuts plaintiff's contention that investment's risks undisclosed).

19

Thus, although the misstatement may have been "theoretically material," Akerman, 609 F.Supp. at 366, when it is considered in the context of the prospectus' pessimistic forecast of the performance of Oryx's subsidiary, the misstatement was not likely to cause a stock price decline. Compare SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F.2d 833, 839-41, 849 (2d Cir.1968) (in banc) (failure to disclose discoveries of minerals on reporting company's property must be evaluated "in light of the totality of the company activity"), cert. denied sub nom. Coates v. SEC, 394 U.S. 976, 89 S.Ct. 1454, 22 L.Ed.2d 756 (1969); Beecher v. Able, 374 F.Supp. 341, 344-46 (S.D.N.Y.1974) (failure to disclose impending losses was material in view of "omnipresent adversity"); Feit v. Leasco Data Processing Equipment Corp., 332 F.Supp. 544, 572 (E.D.N.Y.1971) (failure to report tens of millions of dollars in assets is significant under any materiality test); Escott v. BarChris Construction Corp., 283 F.Supp. 643 (S.D.N.Y. 1968) (failure to disclose facts clearly indicating impending financial demise).

Indeed, the public not only did not react adversely to disclosure of the misstatement, Oryx's price actually rose somewhat after public disclosure of the error.

20

The applicable section 11(e) formula for calculating damages is "the difference between the amount paid for the security (not exceeding the price at which the security was offered to the public) and ... the value thereof as of the time such suit was brought." 15 U.S.C. Sec. 77k(e). The relevant events and stock prices are:

21

Oryx Stock

Oryx Stock

Date	Event	Price
June 30, 1981	Initial public offering	$4.75
October 15, 1981	Disclosure of error to SEC	$4.00
November 10, 1981	Disclosure of error to public	$3.25
November 25, 1981	Date of suit	$3.50

22

The price decline before disclosure may not be charged to defendants. See Beecher v. Able, 435 F.Supp. 397, 407 (S.D.N.Y.1975) (price decline before misstatement revealed not attributable to defendants under section 11(e)); Fox v. Glickman Corp., 253 F.Supp. 1005, 1010 (S.D.N.Y.1966) (same). At first blush, damages would appear to be zero because there was no depreciation in Oryx's value between the time of public disclosure and the time of suit.

23

The Akermans contended at trial, however, that the relevant disclosure date was the date of disclosure to the SEC and not to the public. Under plaintiffs' theory, damages would equal the price decline subsequent to

October 15, 1981, which amounted to fifty cents per share. Plaintiffs attempted to support this theory by alleging that insiders privy to the SEC disclosure--Oryx's officers, attorneys and accountants, and underwriters and SEC officials--sold Oryx shares and thereby deflated its price before public disclosure. Akerman, 609 F.Supp. at 370-71. The district court attributed "at least possible theoretical validity" to this argument. Id. at 370. After extensive discovery, however, plaintiffs produced absolutely no evidence of insider trading. Id. at 371. Plaintiffs' submissions and oral argument before us do not press this theory.

24

The Akermans first attempted to explain the public's failure to react adversely to disclosure by opining that defendant-underwriter Moore & Schley used its position as market maker to prop up the market price. This theory apparently complemented the Akermans' other theory that insiders acted on knowledge of the disclosure to the SEC to deflate the price before public disclosure. The Akermans failed after extensive discovery to produce any evidence of insider trading and have not pressed the theory on appeal.

25

The district court invited statistical studies from both sides to clarify the causation issue. Defendants produced a statistical analysis of the stocks of the one hundred companies that went public contemporaneously with Oryx. The study tracked the stocks' performances for the period between June 30, 1981 (initial public offering date) and November 25, 1981 (date of suit). The study indicated that Oryx performed at the exact statistical median of these stocks and that several issues suffered equal or greater losses than did Oryx during this period. Akerman, 609 F.Supp. at 372. Defendants produced an additional study which indicated that Oryx stock "behaved over the entire period ... consistent[ly] with its own inherent variation." Id.

26

Plaintiffs offered the following rebuttal evidence. During the period between SEC disclosure and public disclosure, Oryx stock decreased nineteen percent while the over-the-counter (OTC) composite index rose five percent (the first study). During this period, therefore, the OTC composite index outperformed Oryx by twenty-four percentage points. Plaintiffs also produced a study indicating that for the time period between SEC disclosure and one week after public disclosure, eighty-two of the one hundred new issues analyzed in the defendants' study outperformed Oryx's stock. J. App. at 1120-22.

27

Plaintiffs' first study compared Oryx's performance to the performance of the OTC index in order to rebut a comparison offered by defendants to prove that Oryx's price decline resulted not from the misstatement but rather from an overall market decline. As previously stated, defendants' comparison indicated that the OTC index generally declined for the period between Oryx's offering date and the date of suit. Akerman, 609 F.Supp. at 371. The parties' conflicting comparisons, however, lack credibility because they fail to reflect any of the countless variables that might affect the stock price performance of a single company. See United States v. Ironworkers Local 86, 443 F.2d 544, 551 (9th Cir.) ("use [of statistical comparisons] is conditioned by the existence of proper supportive facts and the absence of variables which undermine the reasonableness of the inference[s] ... drawn"), cert. denied, 404 U.S. 984, 92 S.Ct. 447, 30 L.Ed.2d 367 (1971). Statistical analyses must control for relevant variables to permit reliable inferences. Id.; A. Koutsoyiannis, Theory of Econometrics, chs. 2, 12 (2d ed. 1977).

28

The studies comparing Oryx's performance to the other one hundred companies that went public in May and June of 1981 are similarly flawed. The studies do not evaluate the performance of Oryx stock in relation to the

stock of companies possessing any characteristic in common with Oryx, e.g., product, technology, profitability, assets or countless other variables which influence stock prices, except the contemporaneous initial offering dates.

29

Perhaps more important, the Akermans' study of the one hundred new issues focuses on a time frame which controverts one of their own theories explaining the public's failure to react adversely to disclosure. The Akermans argue that the thin market in Oryx stock prevented immediate public reaction to disclosure of the prospectus error. J.App. at 599-600. Their study, however, measures Oryx's performance from SEC disclosure to one week after public disclosure. A thin market, according to the Akermans' own explanation, would not reflect the impact of bad news in such a short time period (one week). This internal inconsistency seriously undercuts the probative value of the Akermans' study.

30

Finally, we note that this time period drew its relevance from the Akermans' theory that insider trading deflated Oryx's price during this period. As previously stated, this theory has no support even after extensive discovery and is not pressed on appeal.

31

Granting the Akermans every reasonable, favorable inference, the battle of the studies is at best equivocal; the studies do not meaningfully point in one direction or the other.

32

The Supreme Court recently articulated the summary judgment standard as follows: "there is no issue for trial unless there is sufficient evidence

favoring the nonmoving party for a jury to return a verdict for that party. If the evidence is merely colorable or is not significantly probative, summary judgment may be granted." Anderson v. Liberty Lobby, Inc., --- U.S. ----, ----, 106 S.Ct. 2505, 2511, 91 L.Ed.2d 202 (1986) (citations omitted). In essence, the inquiry is "whether the evidence presents a sufficient disagreement to require submission to a jury or whether it is so one-sided that one party must prevail as a matter of law." Id.

33

Defendants met their burden, as set forth in section 11(e), by establishing that the misstatement was barely material and that the public failed to react adversely to its disclosure. With the case in this posture, the plaintiffs had to come forward with "specific facts showing that there is a genuine issue for trial." Anderson, --- U.S. at ----, ----, 106 S.Ct. at 2511. Despite extensive discovery, plaintiffs completely failed to produce any evidence, other than unreliable and sometimes inconsistent statistical studies and theories, suggesting that Oryx's price decline actually resulted from the misstatement. See Celotex Corp. v. Catrett, --- U.S. ----, ----, 106 S.Ct. 2548, 2554-55, 91 L.Ed.2d 265 (1986) (plaintiff's ample discovery opportunities negate any "claim ... that [plaintiff] was in any sense 'railroaded' by a premature motion for summary judgment"). Summary judgment was properly granted.

2. Section 12(2) Claims Against Oryx

34

The Akermans also appeal the district court's holding that they lack privity to maintain a suit against Oryx under section 12(2) of the Securities Act of 1933. Section 12(2) imposes liability on persons who offer or sell securities and only grants standing to "the person purchasing such security" from them. 15 U.S.C. Sec. 77l (2) (1982). This provision is a broad anti-fraud measure and imposes liability whether or not the purchaser actually

relied on the misstatement. Sanders v. John Nuveen & Co., 619 F.2d 1222, 1225-27 (7th Cir.1980), cert. denied, 450 U.S. 1005, 101 S.Ct. 1719, 68 L.Ed.2d 210 (1981).

35

The offering here was made pursuant to a "firm commitment underwriting," as the prospectus indicated. Title to the securities passed from Oryx to the underwriters and then from the underwriters to the purchaser-plaintiffs. Oryx, therefore, was not in privity with the Akermans for section 12(2) purposes. See Unicorn Field, Inc. v. Cannon Group, Inc., 60 F.R.D. 217, 221-23 (S.D.N.Y.1973).

36

The Akermans nonetheless contend that Oryx may be held liable under section 12(2) as a participant in the offering. It is true that a person who makes a misrepresentation may be held liable as a "participant" even though he is not the immediate and direct seller of the securities. This is true, however, only if there is proof of scienter. See Lanza v. Drexel & Co., 479 F.2d 1277, 1298-99 (2d Cir.1973) (in banc) (section 12(2) "requires privity, or, in the absence of privity, scienter" (footnote omitted)); Hitchcock v. deBruyne, 377 F.Supp. 1403, 1405-06 (D.Conn.1974) (same). The Akermans completely failed to make a showing that Oryx possessed scienter. Therefore, summary judgment was proper.

37

We affirm the judgment on the plaintiffs' section 11 and section 12(2) claims and dismiss the plaintiffs' class certification and the underwriters' section 12(2) appeals for lack of appellate jurisdiction and remand to the district court for further proceedings.

1 Section 11(a) provides in pertinent part:

In case any part of the registration statement, when such part became effective, contained an untrue statement of a material fact or omitted to state a material fact required to be stated therein or necessary to make the statements therein not misleading, any person acquiring such security (unless it is proved that at the time of such acquisition he knew of such untruth or omission) may, either at law or in equity, in any court of competent jurisdiction, sue—

(1) every person who signed the registration statement;

....

(5) every underwriter with respect to such security.

15 U.S.C. Sec. 77k(a).

2 This study "focused strictly on Oryx's price behavior and assumed stable market conditions." J.App. at 674. The study appears to be the most germane statistical evidence offered at trial because it purports to evaluate Oryx stock's performance in relation to the performance it would have experienced if the defendants had not committed and publicly disclosed the error. The test's results "support[ ] the hypothesis that Oryx's price change over the period" from its initial offering date to the time of suit "was consistent with reasonably assumed chance laws operative under normal circumstances." Id

The study, however, concedes: "It should be kept in mind ... that a statistical test of hypothesis cannot prove a hypothesis to be true; it can only assert with a certain measure of confidence that statistical evidence either rejects or does not reject the hypothesis." J.App. at 678. The study thus demonstrates the danger of relying on bare statistical analysis. See Spaulding v. University of Washington, 740 F.2d 686, 703 (9th Cir.) ("statistical evidence has an inherently slippery nature and can be exaggerated, over-simplified, or distorted to create support for a position that is not otherwise supported by the evidence") (citations omitted), cert. denied, 469 U.S. 1036, 105 S.Ct. 511, 83 L.Ed.2d 401 (1984); Note,

Judicial Refinement of Statistical Evidence in Title VII Cases, 13 Conn.L.Rev. 515, 525 (1981).

Apresenta-se, a seguir, uma síntese com tradução livre para o estudo de caso em tela.

Partes:

Morris Akerman e Susan Akerman – **autores e apelantes**

Oryx Communications Inc., (Emissor) – **réu e apelado**

Moore&Schley, Cameron & Co., Robertson Securities Corporation e Laidlaw

Adams & Peck, Inc. (Coordenadores) – **réus e apelados**

Trata-se de caso envolvendo o IPO – *Inicial Public Offering* (Oferta Pública Inicial) da empresa Oryx, que pretendia ingressar no mercado de produção e marketing de vídeos de entretenimento. Essa empresa efetuou uma oferta pública de 700.000 units em junho de 1981, em que cada unit vendida por $ 4,75 consistia em uma ação ordinária e dava o direito ao comprador em adquirir, no futuro, uma ação adicional ao preço de $ 5,75.

O prospecto continha um erro nas demonstrações financeiras (não auditadas) referentes ao período de oito meses findo em 31 de março de 1981. Tais demonstrações financeiras reportavam os seguintes valores:

– Vendas Líquidas: $ 931,301

– Lucro Líquido: $ 211,815

– Receita por Ação: $ 0,7 (sete centavos)

Ocorre que a empresa Oryx contabilizou uma transação substancial de sua subsidiária para o mês de março, em vez de contabilizar para o mês de abril, quando efetivamente recebeu a receita auferida pelas vendas.

Portanto, o prospecto informou ganhos extras para o período de oito meses, quando na verdade os números seriam os seguintes:

– Vendas Líquido: $ 766,301

– Lucro Líquido: $ 94,529

– Receita por Ação: $ 0,3 (três centavos)

Em 12 de outubro de 1981, um dia antes de a empresa revelar o erro contido no prospecto, o valor de cada *unit* caiu para $ 4. Em 9 de novembro de 1981, um dia antes de a empresa divulgar o erro para o público, o valor das *units* despencou para $ 3,25. Após a divulgação, o valor das *units* subiu, alcançando o patamar de $ 3,50 em 25 de novembro, dia em que o processo em comento se iniciou.

Os autores alegam que o erro contido no prospecto tornou a empresa Oryx responsável pelo declínio do preço das *units*, em consonância com o disposto nos arts. 11 e 12 da Lei dos Valores Mobiliários, de 1933. Em julho de 1982 a Oryx apresentou um pedido de julgamento sumário, fundamentando tal pedido no fato de que o erro era imaterial, para efeitos de se estabelecer a responsabilidade e indenização de que tratam o art. 11 e que o erro não tinha causado o declínio do preço das *units*. A Oryx também apresentou pedido de julgamento sumário para as reivindicações do art. 12, novamente argüindo que o erro era imaterial e que não havia a conexão exigida pelo art. 12, para manter o processo contra a Oryx, na qualidade de emissor, já que a oferta foi feita com base em um “compromisso firme de subscrição”. Em dezembro de 1982, o réu trouxe os coordenadores (*underwriters*) ao processo, que igualmente apresentaram pedido para julgamento sumário, com base nos mesmos argumentos utilizados pela Oryx.

O juízo, com fundamento na tese denominada *theoretical matter*, afirmou que os autores estabeleceram a materialidade para efeito da responsabilização determinada pelos arts. 11 e 12. O Tribunal, no entanto, **concedeu o julgamento sumário para todos os réus, porque estes**

conseguiram convencer que o erro do prospecto não resultou no declínio do valor das *units*.

O juízo também concedeu o julgamento sumário para a Oryx, com relação ao art. 12, argumentando que os autores careciam da conexão exigida para manter o processo contra a Oryx na qualidade de emissor, e não como vendedor direto dos títulos em questão. **Porém, tendo julgado que o erro contido no prospecto era material, o Tribunal permitiu aos Akermans prosseguirem contra os vendedores diretos, os coordenadores (*underwriters*)**. Por fim, o juízo indeferiu o pedido dos Akermans para reconhecer a categoria de coordenadores como réus, já que não obtiveram sucesso em comprovar o requisito de conectividade com cada um dos réus.

-

321 United States Court of Appeals, Second Circuit. Argued Sept. 23, 1986. Disponível em: <http://bulk.resource.org/courts.gov/c/F2/810/810.F2d.336.86-7436.86-7398.106.230.html>. Acesso em: 5 jan. 2008.

ÍNDICE

AGRADECIMENTOS

INTRODUÇÃO

CAPÍTULO 1 – SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS

CAPÍTULO 2 – INTRODUÇÃO SOBRE FUNDOS DE INVESTIMENTO

CAPÍTULO 3 – FUNDOS DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS

CAPÍTULO 4 – RESPONSABILIDADE DO COORDENADOR NA OPERAÇÃO DE FIDC

CONCLUSÃO

REFERÊNCIAS

ANEXO A

ANEXO B